



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 167 celebrada el día jueves 17 de marzo de 2011

En Santiago de Chile, a 17 de marzo 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,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 167, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2011 para el día 15 de ese mes.



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.

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). Destaca, en primer término, que el petróleo WTI ha aumentado en torno a 20% debido a las tensiones en el Medio Oriente, y que otros *commodities* han retrocedido por los temores respecto de los efectos del mayor precio del petróleo sobre el crecimiento y como consecuencia del terremoto en Japón, que también podría tener algunos impactos sobre la actividad.

En segundo lugar, comenta que han continuado los ajustes de las tasas de política monetaria (TPM) en las economías emergentes, en línea con la normalización de la actividad y la inflación.

En materia de inflación, subraya que ha aumentado levemente en los países desarrollados, en línea con una regulación de la actividad y aumentos en los precios de la energía; que en las economías emergentes se observa alguna aceleración en los registros de los últimos meses; y que todo ello ha llevado a una revisión al alza de las expectativas de inflación promedio para el presente año.

A título de cuarto desarrollo relevante, menciona el aumento de los premios por riesgo en Europa, particularmente en Grecia y Portugal, producto de los temores sobre la sostenibilidad de su deuda.

Por último, indica que la actividad continúa en buen pie, pero que la confianza de los consumidores ha retrocedido en los últimos meses.

El señor Sergio Lehmann hace presente que se han evaluado los efectos del terremoto en Japón, porque probablemente tendrá un impacto significativo sobre la actividad durante este y el próximo año. Al respecto, señala que las primeras estimaciones apuntan a un efecto sobre el crecimiento de esa economía de 0,6% este año, que podría ser parcialmente recuperado durante el 2012, y que si se considera que Consensus Forecasts proyectaba, en febrero, un crecimiento de Japón de 1,5% para el presente año, este se reduciría, entonces, a una cifra inferior al 1%. Además, y con el objeto de dimensionar el impacto de esta catástrofe sobre el crecimiento, informa que más que duplica el efecto del terremoto de Kobe de 1995, que fue de tres décimas.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que la zona de Kobe tiene una extensión menor que la de Sendai, afectada por el último terremoto y tsunami, pero la primera concentraba el 25% de la actividad japonesa *versus* el 12% de esta última.

El señor Sergio Lehmann plantea que hay distintos mecanismos para determinar el efecto del último terremoto sobre el crecimiento. Indica que una primera estimación se puede efectuar a partir del comportamiento de la Bolsa, cuya pérdida acumulada hasta la fecha alcanza a alrededor de 10% y equivale a 2,5 veces la caída registrada con posterioridad al terremoto de Kobe. Por lo tanto, explica que si la caída bursátil lleva a un efecto de 2,5 veces el observado en 1995, significaría que el impacto de esta última catástrofe será del orden de los 250 billones de dólares, cifra que representa un 0,6% de menor crecimiento en Japón.



Señala, asimismo, que elementos asociados a energía estarían agudizando la pérdida económica generada por este terremoto *versus* el de Kobe, que no estuvieron presentes entonces. Para contextualizar la situación energética de Japón, hace presente que la pérdida de generación por reactores nucleares alcanza al 20% de la capacidad total de energía nuclear de ese país, donde el 30% de su matriz energética corresponde a energía nuclear.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que, a diferencia de la estimación de la Gerencia de Análisis Internacional, de -0,6%, a nivel mundial se estima que las pérdidas de este terremoto se traducirán en un menor crecimiento de 0,5%, aproximadamente, y solo algunos calculan que el efecto será algo menor.

Al respecto, el señor Lehmann precisa que JP Morgan y Barclays han estimado un menor crecimiento de 0,3% y 0,5%, respectivamente. Además, aclara que el menor crecimiento de 0,6% calculado por la Gerencia a su cargo, llevaría a un menor crecimiento de sus socios comerciales cercano a 0,1%, que sería homogéneo en las distintas regiones. Hace notar, además, que esto puede generar menor demanda por *commodities* en el corto plazo. De hecho, informa que ya se han registrado algunas caídas en los precios, que se revertirían hacia el segundo semestre por una recuperación de la demanda, asociada a reconstrucción y mayor crecimiento en Japón.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si se cuenta con antecedentes respecto del impacto de esta catástrofe sobre la capitalización de las compañías de seguros. Indica, al respecto, que se ha mencionado que alcanzaría a una cifra de entre 20 y 30 billones de dólares, lo que representaría, ciertamente, un golpe muy significativo al patrimonio de esas entidades.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan menciona que, en general, el precio accionario de las reaseguradoras ha caído entre un 5 y 6%, como es el caso de Swiss Re y Zurich Re, que, en principio, estarían más expuestas a mayores caídas. Hace presente, además, que si bien los análisis son bastante parciales aún, se puede señalar que los mitigadores de esta situación son que la fracción de seguro del terremoto en Japón es menor que en otros países y que un porcentaje importante del seguro es doméstico, por lo que la primera línea de impacto sería sobre las aseguradoras locales. A pesar de ello, reitera que las reaseguradoras registran caídas del orden de 5 y 6%, a lo que se suma un aumento de sus CDS de entre 10 y 15 puntos base (pb), constituyendo, por cierto, un motivo de preocupación.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann continúa con su presentación y manifiesta que, a diferencia de Reuniones anteriores, esta vez se referirá, en primer término, al precio de los *commodities*, porque es el tema que ha concitado la mayor atención en el último mes.

Con respecto a la variación de precios de los principales *commodities*, destaca que el petróleo WTI y la gasolina continúan subiendo, y especifica que esta nueva alza está recogiendo parte del impacto de fines de febrero, producto de las tensiones en Libia. Agrega que los restantes *commodities* registran caídas relativamente significativas, particularmente el trigo y arroz, cuya disminución alcanza a 22 y 13%, respectivamente, en tanto que el precio del cobre cae 8%.

En cuanto a los indicadores agregados de Goldman Sachs, informa que el de energía anotó un incremento de 10%, producto del alza del petróleo y la gasolina; el de metales cayó 5%; y el de granos y cereales disminuyó 13%.



En relación con el indicador FAO de alimentos, indica que se calculó una *proxy* desde fines de febrero hasta hoy día, ya que esa organización publica su indicador al término de cada mes.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que todos los *commodities* están registrando alzas, excepto el trigo, que ha estado cayendo sistemáticamente. Consulta, al respecto, si hay alguna razón especial que explique esta caída.

El señor Sergio Lehmann responde que las expectativas de cosechas y siembras están presionando el precio del trigo a la baja, mientras que el caso del arroz sería distinto, porque tiene alguna relación con Japón. Al respecto, especifica que gran parte de sus plantaciones de arroz, que son básicamente para autoconsumo, habrían sido destruidas por el maremoto, obligándolo a recurrir a los mercados internacionales para abastecerse. Añade que Japón no es productor de trigo y maíz y, por lo tanto, en ese contexto no habría presiones sobre sus precios.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace ver que el precio del arroz ha bajado significativamente. El señor Lehmann aclara que esa caída se observa después del terremoto en Japón. Menciona, además, que si bien este es el único *commodity* que tuvo un comportamiento distinto al del trigo y maíz, ya que su precio tendió a subir en los últimos días, los registros de un período algo mayor dan cuenta de que su tendencia es más bien hacia la baja.

En relación con el índice FAO de alimentos, el señor Sergio Lehmann manifiesta que no solo incluye cereales y granos, sino que también leche y carne; y que, de hecho, el aumento de 2% del *proxy* de FAO obedece, básicamente, al alza registrada por estos dos productos en los últimos quince días

En cuanto al movimiento de los *commodities* en las últimas semanas, destaca la caída del precio del cobre y de los índices agregados de metales y de granos y cereales.

Con respecto al petróleo, hace notar que el desalineamiento de precios del petróleo WTI/Brent ha tendido a disminuir, ya que no solo se redujo desde 20 dólares a una cifra inferior a 10 dólares, sino que, en adelante, los futuros de ambos tienden a niveles más bien similares. Agrega que el precio del petróleo WTI se ha mantenido relativamente estable, mientras que el del petróleo Brent registra una caída, ya que los mercados apuestan a que la tensión en Medio Oriente tendería a disminuir gradualmente.

A continuación, y con el objeto de entender de mejor forma el mercado del petróleo, el señor Sergio Lehmann exhibe un gráfico que incluye a sus principales importadores e identifica a aquellos que importan petróleo OPEP, petróleo no OPEP y, particularmente, a los que importan petróleo originado en la zona más conflictiva. De acuerdo con ello, comenta que el petróleo libio es demandado principalmente por los países europeos, en especial Alemania, Francia e Italia, explicando, en consecuencia, la presión observada sobre el petróleo Brent, que se extrae especialmente del Mar del Norte.

En cuanto a Japón, que importa petróleo fundamentalmente de la OPEP, señala que tendría que sustituir parte de su fuente nuclear por petróleo u otra forma de generación eléctrica. Al respecto, destaca que lo positivo desde el punto de vista de las presiones que esto pudiese generar en el mercado del petróleo, es que Japón importa petróleo de Arabia Saudita principalmente, que, junto a Kuwait y Nigeria, presentan mayores holguras. Además, hace el



alcance que si bien los petróleos no son totalmente sustituibles, Japón tiene refinerías para mejorar el que importa de Arabia Saudita, lo que contribuiría a disminuir la presión sobre los precios derivada de la crisis energética que eventualmente enfrente Japón.

Con respecto a la evolución diaria de los precios del petróleo Brent, OPEC y WTI, informa que los últimos registros dan cuenta de una caída, a propósito de los efectos que podría tener el terremoto en Japón sobre la actividad.

Asimismo, hace referencia a la evolución de los precios de algunos otros *commodities*, comparando la observada a partir de enero del año 2007 con la que se ha advertido desde junio del año 2010, y los futuros actuales con los de octubre de 2007. De acuerdo con ello, destaca que en el caso del petróleo WTI, los futuros de entonces y de ahora esperaban una estabilización en los niveles de precio registrados entonces; no obstante, indicó que el precio continuó subiendo de manera importante en el año 2007. En el caso de los cereales, en cambio, la aceleración fue más lenta en el episodio anterior y se esperaba, además, que continuara el alza, mientras que hoy día se ve más bien una estabilización y una cierta caída posterior. Agrega que la evolución del precio del azúcar difiere también de la de ese entonces, ya que en el año 2007 se esperaba un alza y hoy se está esperando una caída muy importante; que en cuanto al aceite, se proyectaba una caída al igual que hoy; y que en lácteos, se espera ahora una caída significativa al igual que en el año 2007, y que entonces efectivamente se materializó.

Con respecto a los gráficos expuestos, el Presidente señor José De Gregorio plantea que una alternativa es considerar la tasa de variación en doce meses, porque contribuye al análisis en materia inflacionaria; y en cuanto al movimiento del precio del azúcar, comenta que en el año 2007 se esperaba, efectivamente, un alza, pero desde niveles bajos, mientras que hoy se aguarda una caída desde niveles altos. Indica que desde el punto de vista de la inflación, lo que importa es la velocidad.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta haber leído que los países árabes han ido aumentando la producción de petróleo requerida para sostener los presupuestos fiscales y más aún ahora como resultado de los conflictos en la región. Añade que al calcular los *breakeven*, se concluye que estas economías necesitan incrementar su producción, lo cual disminuye las holguras que tienen para efectos de restringir eventualmente la oferta, lo que, sin duda, constituye una buena noticia para Occidente.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera destaca que Arabia Saudita es el único país productor de petróleo que hoy presenta holgura, mientras que los restantes tienen muy poca capacidad.

El Presidente señor José De Gregorio consulta por la forma como se mide esa holgura. El señor Sergio Lehmann explica que ella está asociada a la máxima producción que podrían alcanzar los distintos países con las instalaciones actuales.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que no le queda claro cuál es el mensaje respecto del comportamiento de los *commodities* en el último mes, porque tanto el precio del petróleo como el de los alimentos han registrado un alza sostenida en los meses recientes, mientras que en los últimos treinta días el primero experimentó un alza muy abrupta y algunos alimentos, una caída también importante. En consecuencia, señala que desconoce si la lectura de ello es que la historia del precio del petróleo sigue siendo la misma, pero ahora ha estado muy contaminado por la situación de Libia y las tensiones en el Medio Oriente; y que en el caso de los alimentos, las alzas se derivan de problemas de oferta, que se han venido



corrigiendo y, por lo tanto, están volviendo a la misma tendencia de normalización observada anteriormente, o que esta obedece a un cierto espacio de menor demanda en el mundo. En resumen, manifiesta que no le queda claro cuál es la implicancia final de la evolución tan heterogénea de estos precios.

El Gerente de División Estudios responde que los precios de alimentos se acercan a un máximo histórico y que la evaluación de mercado apunta a que hay factores más bien transitorios que deberían llevar a atenuar esos movimientos. Con respecto al precio del petróleo, en tanto, señala que hay factores estructurales, como también otros componentes de factores transitorios.

En cuanto a las proyecciones, informa que la División de Estudios está asumiendo que todos esos precios se mantendrán sin variación, a pesar de que los antecedentes internacionales podrían llevar a esperar una leve reversión o mantención en alguno de esos componentes, por cuanto no se prevé un bono de reducción del precio del combustible más adelante o reducciones en los precios de los alimentos.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue, señalando que en materia de política monetaria, varios países han continuado con su proceso de normalización. De hecho, destaca que India aumentó su tasa de política en 25pb a comienzos de la jornada, y que a ello se suman movimientos en esa misma dirección en Corea, Tailandia, Rusia, Israel, Brasil, Chile, Colombia y Perú, entre otros. Hace notar que Nueva Zelanda constituye la única excepción a esta regla, ya que redujo su TPM en 50pb, como consecuencia del terremoto en Christchurch.

En relación con las expectativas, hace el alcance que la encuesta a analistas se efectuó antes del terremoto de Japón y, por lo tanto, no recoge los eventos más recientes. Indica que, hasta entonces, esta daba cuenta de que en América Latina y en las economías desarrolladas se apreciaba una expectativa de alza de tasas más empinada, y que en este último caso ello obedecía, fundamentalmente, a las declaraciones del Banco Central Europeo, que hicieron prever un adelantamiento en los movimientos de tasa.

En el caso de Asia y Oceanía, menciona que la situación actual es bastante neutra respecto de la vigente en la RPM anterior. Sin embargo, hace presente que los futuros, que corresponden a una lectura algo más reciente, estarían recogiendo la posibilidad de un retraso en los aumentos de tasa, producto de los efectos que el terremoto en Japón podría tener en la actividad. En todo caso, advierte que la situación actual se está ajustando, por cuanto hay mucha incertidumbre, los mercados financieros han mostrado un incremento significativo de volatilidad, en general, por lo que las TPM están recogiendo algún movimiento más bien retrasado como consecuencia de ello.

Respecto de las primas por liquidez, informa que se mantienen relativamente estables en los mercados monetarios de Estados Unidos y que los *spreads* a doce meses permanecen en niveles más bien altos, lo que respondería a una razón más estructural. En Europa, en tanto, se observan algunos aumentos, en respuesta a las tensiones derivadas de la mayor incertidumbre en Portugal y Grecia.

En cuanto a las tasas de interés, señala que las tasas largas cayeron en Estados Unidos y en la Zona Euro por efecto *flight-to-safety*, derivado, fundamentalmente, de la situación en Medio Oriente y Japón. Agrega que en Alemania se observó un aumento de la tasa a dos años, asociado a expectativas de alzas de la TPM, que se revirtió posteriormente; y que en Estados Unidos, la tasa a diez años registra una caída levemente sistemática, ya que los



inversionistas han buscado refugio ante la incertidumbre por la situación de Medio Oriente y Japón.

Con respecto a la compensación inflacionaria, destaca que ha aumentado como consecuencia de los acontecimientos en Libia y los consiguientes incrementos en el precio del petróleo, mientras que, en lo más reciente, se observa una ligera reversión, producto de los eventuales efectos sobre la actividad que podría producir el terremoto en Japón.

En relación con las monedas, el señor Sergio Lehmann comenta que el dólar multilateral tendió a depreciarse, con alguna ligera reversión en los últimos días por efecto de *flight-to-safety* derivado de la incertidumbre en Japón, mientras que el franco suizo y el euro se apreciaron, en respuesta a señales de que el Banco Central Europeo sería algo más proactivo en materia de inflación. Especial mención hace del comportamiento del yen, que se ha apreciado de manera muy significativa y sostenida después del terremoto ante las expectativas de entrada de recursos del exterior.

Respecto de las economías emergentes, plantea que se observa bastante estabilidad en términos globales y algunas diferencias por país. Destaca, en primer lugar, la depreciación del peso chileno, solo superada por la anotada por el dólar de Nueva Zelanda, así como la apreciación del rublo ruso, asociada al precio del petróleo.

El señor Sergio Lehmann continúa, señalando que las Bolsas han caído en la mayoría de las regiones y especialmente en Japón, y que se ha moderado el rebalanceo de portafolios desde renta variable a renta fija. Añade que, en lo que va corrido del año, predominan las caídas bursátiles en las distintas regiones, excepto en Europa emergente.

Menciona, además, que la salida de capitales desde economías emergentes se ha moderado, en tanto que el último registro semanal da cuenta de una entrada de capitales. No obstante, hace el alcance que este último dato corresponde al cierre de la semana anterior, por lo que no estaría recogiendo los movimientos de incertidumbre que se han registrado en los últimos días.

El señor Lehmann prosigue, informando que, tras el terremoto en Japón, ha aumentado la incertidumbre en las economías desarrolladas y emergentes. Al respecto, precisa que la volatilidad, medida por el VIX en el caso del mercado norteamericano, y por indicadores en la misma dirección en las economías emergentes y europeas, da cuenta de ello. Agrega que, en materia de primas por riesgo, el aumento es bastante marginal, y estaría asociado, en algún grado, a las preocupaciones y turbulencias de los últimos días.

Con respecto a los CDS y premios por riesgo en Europa, comenta que aumentan las presiones sobre los mercados de deuda soberana de Portugal y Grecia, y que los CDS de este último registran una ligera reversión en los últimos días. Menciona, además, que los CDS de Estados Unidos, que antes de la crisis *subprime* estaban prácticamente en cero, han fluctuado entre 30 y 50pb a partir de entonces y que el comportamiento de los CDS alemanes han tenido un comportamiento bastante parecido y muy acotado, moviéndose también en ese rango. Por último, hace presente que los CDS de Japón alcanzan a 110pb, aproximadamente.

El señor Sergio Lehmann indica, a continuación, que las compras de bonos soberanos por parte del Banco Central Europeo se han mantenido acotadas y que en las últimas semanas, de hecho, no ha efectuado nuevas adquisiciones. Asimismo, destaca que los préstamos de emergencia registraron un aumento significativo entre mediados y cierre del mes de febrero, y que su destino fue la provisión de liquidez a los bancos irlandeses.



Por otra parte, señala que las tasas de interés interbancarias han aumentado, en especial la Euribor a tres meses, en respuesta al anuncio del Banco Central Europeo de que sería más activo en materia de política monetaria.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a los *CDS spreads* a 5 años de los bancos europeos, planteando que el alza significativa registrada en los últimos dos o tres trimestres es, en su opinión, insostenible, y que los datos de los mercados de más corto plazo dan clara cuenta de una heterogeneidad importante. Al respecto, consulta si las tasas de depósito a 30 días exhiben gran dispersión en los bancos que se monitorean habitualmente, que pudieran reflejar el comportamiento de las tasas de los papeles de muy largo plazo, ya que, a su juicio, existe una especie de dicotomía, desde el momento que los mercados monetarios muestran tasas muy comprimidas y el financiamiento a largo plazo sugiere una sustitución importante por uno de corto plazo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que existe el Fondo de Estabilización, que es un seguro que durará hasta el año 2013, y en virtud del cual, todos los papeles de corto plazo del Gobierno estarán garantizados hasta entonces. Indica que luego se produce una discontinuidad, porque hay mayor incertidumbre respecto del período posterior a esa fecha, siendo probable que parte de esta inquietud se esté transmitiendo hacia los bancos y los mercados monetarios.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, añadiendo que las primas por riesgo en economías emergentes se han mantenido bastantes acotadas.

En materia de inflación, exhibe una tabla que da cuenta del *target* de cada uno de los bancos centrales considerados en el análisis; la inflación en doce meses a enero y febrero del presente año; y la proyección de la inflación promedio del 2011, según Consensus Forecasts. Hace el alcance que habría sido óptimo contar con la inflación a diciembre, pero ello no está recogido en las encuestas para todas las economías. Indica, además, que se ha destacado con una estrella roja a aquellas economías que están fuera de *target*.

Con relación a esta tabla, el señor Sergio Lehmann subraya que todas las latinoamericanas están dentro de sus *targets* y que son muchos los países que están fuera, como es el caso de las economías asiáticas y algunas desarrolladas.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que llama la atención que no se observe una diferencia significativa entre la inflación *spot* y la inflación promedio proyectada para este año, lo que significa que no se esperan aumentos de precios muy significativos en los meses venideros.

El señor Sergio Lehmann responde que ello puede obedecer a que la inflación proyectada para este año corresponde a un promedio, el que estaría subestimando su crecimiento. Por su parte, el señor Luis Óscar Herrera advierte que la cifra de febrero no recoge el alza de precio del petróleo.

El Consejero señor Sebastián Claro enfatiza que la historia de que el mundo en desarrollo viene con presiones inflacionarias es anterior al alza puntual del precio del petróleo del último mes, por lo que ella agudiza la presión inflacionaria y los datos de inflación.



El Presidente señor José De Gregorio manifiesta su inquietud por el número de países que están fuera de *target* actualmente, que lo estarían también al término del año o que se ubican en las partes altas de sus *targets*, en especial, si se los compara con Chile, que está aún por debajo de su meta. De hecho, plantea que no le extrañaría llegar a leer en la prensa que "la inflación está desbocada", porque todos los países incluidos en la tabla están por arriba del promedio de sus *targets*. A título ejemplar, cita el caso de Estados Unidos, que registra hoy una tasa de desempleo de 8% y una inflación en doce meses de alrededor de 2,3%, es decir, superior a su meta.

El señor Luis Óscar Herrera acota que, de acuerdo con la inflación anual *spot* de febrero, solo tres países están bajo su *target*: Chile, República Checa y Filipinas.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el hecho que los países desarrollados estén fuera de *target* sugiere muy claramente que ello se debe al alza del precio del petróleo y no al de los *commodities* restantes. Al respecto, alude a lo expresado por la Reserva Federal, esto es, que mientras se tenga un nivel de desempleo como el actual, solo se registrarán cambios en los precios relativos. Indica que lo último demuestra que todos los bancos centrales que tienen metas de inflación no pueden hacer frente a *shocks* de la naturaleza como el que ha generado el petróleo en las últimas semanas, ya que la exceden de todas maneras.

El Presidente señor José De Gregorio reitera que la información de la tabla resulta ser muy interesante, ya que permite poner en perspectiva el problema inflacionario que enfrenta la economía chilena.

El Consejero señor Enrique Marshall enfatiza que se debe tener presente que esa información está atrasada y que el hecho de considerar la inflación promedio diluye el problema en cierta medida. En su opinión, las expectativas a fin de año reflejarían de mejor forma la situación inflacionaria, lo cual es rebatido por el señor Luis Óscar Herrera, quien sostiene que, en general, las expectativas no son muy sensibles a ello.

El Consejero señor Enrique Marshall acota que la transmisión del *shock* petrolero a los IPC de cada uno de los países varía significativamente, ya que algunos aplican subsidios, otros tienen mecanismos similares al Sipco o adoptan otras medidas.

El Presidente señor José De Gregorio añade que, al parecer, la diferencia entre la inflación *spot* anual y el *target* es creciente, y sugiere elaborar alguna nota al respecto para el próximo Informe de Política Monetaria (IPoM).

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, indicando que se advierten leves aumentos adicionales en la inflación anual en Estados Unidos y en la Zona Euro, en línea con la recuperación de la actividad e incrementos en los precios de la energía. Agrega que en las economías emergentes, el traspaso de los mayores precios de las materias primas aún es acotado, que a ello se suma el cierre de brechas, y que, con todo, se observa una aceleración de precios en el margen, que es más marcada en las economías latinoamericanas y asiáticas que en Europa emergente.

Destaca, asimismo, que las proyecciones de inflación informadas, que tienen la debilidad de no incluir los efectos más recientes del *shock* de petróleo, ya mostraban alzas en todas las regiones.



Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a la confianza empresarial y de los consumidores. Sobre el particular, informa que la primera ha seguido aumentando, que los PMI son positivos, y que la creación de empleo es relativamente débil en las economías avanzadas y algo más sólida en los países emergentes.

En cuanto a la confianza del consumidor, hace presente que el gráfico expuesto tiene una diferencia respecto de lo mostrado habitualmente, que se traduce en que las trayectorias de esta variable para las economías avanzadas y emergentes resulten ser muy parecidas. Explica que, habida consideración que la forma como se recogen los datos de confianza de los consumidores en las distintas economías es bastante heterogénea, especialmente en las emergentes, se modificó la metodología utilizada para este efecto, a fin de homogenizar la lectura de los datos por economía. Precisa que, de acuerdo con esta última, se vieron las desviaciones respecto de la media y estandarizadas por desviaciones estándar. De esta forma, indica que en el caso de China, que tiene muy poco movimiento, la confianza del consumidor se observa ahora algo más agudizada; y que en las economías emergentes, la caída de confianza del consumidor aparece ahora con una caída más marcada. Destaca que lo interesante de este cambio de metodología radica en que, al final, se obtiene una caída en la confianza de los consumidores, particularmente en las economías emergentes, en que el correlato con la inflación o con las preocupaciones respecto de ella estaría jugando un rol importante.

El Consejero señor Enrique Marshall solicita que se aclare la forma como debe leerse este gráfico. El señor Sergio Lehmann explica que el valor cero representa el promedio, que los demás valores corresponden a la desviación respecto del promedio y que los valores actuales, que son negativos, dan cuenta de que los consumidores están más pesimistas. Agrega que en el caso de la confianza de los empresarios, el pivote es el nivel 50, y que valores sobre 50 indican optimismo.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Gerente de Análisis Internacional y, a continuación, da paso a la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

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

En primer término, señala que la actividad de enero sorprendió al alza, ya que registró un aumento mayor que el esperado, en especial los sectores vinculados a servicios y comercio. Indica que, con ello, se corregirá al alza la proyección de actividad del primer semestre del presente año, en parte, por una revisión de cifras, pero también por el dinamismo que exhiben los indicadores de consumo.

En segundo lugar, comenta que las expectativas de inflación se mantienen elevadas y que las proyecciones internas se han corregido al alza, fundamentalmente por la incidencia de los precios de los combustibles.

Por último, informa que la trayectoria esperada para la TPM se ajustó al alza, tanto en las encuestas de expectativas como en lo que se desprende de los precios financieros.

En materia de actividad, destaca que el Imacec de enero, de 6,8% en doce meses, sorprendió al alza, y advierte que se debe tener presente que esta cifra está contaminada por la revisión de cifras del año pasado. Subraya, además, que la tasa de variación mes a mes desestacionalizada da cuenta, incluso, de una cierta aceleración en el



margen en los distintos componentes del Imacec, lo cual se observa también al revisar las velocidades mes a mes.

A nivel sectorial, plantea que la actividad continúa exhibiendo heterogeneidad, citando, por ejemplo, que la industria se mantiene con un crecimiento débil y el sector comercio con mucho dinamismo. De hecho, recalca que se aprecia una tendencia bastante elevada en la tasa de crecimiento de este último sector, lo cual sustenta la idea de que el consumo ha estado empujando de manera importante el crecimiento de la economía.

Con respecto al sector construcción, informa que sus indicadores reflejan que en el margen se ve cierta aceleración, como es el caso de las ventas reales y los despachos de cemento, que están creciendo con fuerza, lo cual sugiere que este sector ya estaría entrando en una fase de recuperación algo más sólida.

Manifiesta, además, que las importaciones de bienes de capital han tenido oscilaciones, pero, en general, se mantienen en niveles bastante elevados; y que en cuanto a las condiciones que sustentan el dinamismo del consumo, este se debe, en parte, a la evolución de la masa salarial.

Por otra parte, hace presente que si bien las colocaciones a personas han aumentado significativamente, las tasas de crecimiento que se observan en el margen aún son inferiores a las registradas antes de la crisis, mientras que en el caso de las empresas, las colocaciones comerciales han estado más bien estancadas desde comienzos del año pasado, lo cual coincide con el diagnóstico del sector industrial. En cuanto a las colocaciones de comercio exterior, que se relacionan en mayor grado con las importaciones de bienes de capital y de consumo, indica que siguen creciendo con bastante fuerza.

El señor Claudio Soto plantea que lo anterior se da en un contexto en que las tasas de interés de las colocaciones muestran una realidad algo diversa también. Al respecto, detalla que las tasas de las colocaciones de consumo se mantienen planas y que los últimos movimientos registrados se observaron durante la crisis, cuando aumentaron las primas por riesgo, por lo que se podría concluir que, en general, responden a condiciones de riesgo más que a la evolución cíclica de la TPM. Añade que las tasas comerciales de más corto plazo sí tienden a responder con mucho más cercanía a la TPM, ya que se ha visto que las alzas recientes han estado reflejando las alzas de la tasa rectora. Por último, indica que las tasas hipotecarias exhibieron una cierta tendencia a la baja con motivo de la crisis y durante el año 2010, pero comenzaron a revertirse levemente con el aumento de las tasas de los BCU, concluyéndose también que los mayores movimientos responden a un tema de riesgo.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que, con todo, las tasas de variación de los créditos son ínfimas aún, comparadas con las registradas en los periodos de *boom*, cuando alcanzaron alzas superiores al 20% e, incluso, de 30%. En todo caso, hace el alcance que las actuales cifras pueden estar algo subestimadas con respecto a las de varios años atrás, dado el aumento de los actores no bancarios en el mercado del crédito.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto prosigue, refiriéndose a los agregados monetarios. Sobre el particular, menciona que el M1 ha tendido a reducir sus tasas de crecimiento, en línea con lo que se esperaría, dado el aumento de la TPM y la contracción del impulso monetario, mientras que las tasas de crecimiento de los agregados menos líquidos, esto es, el M2 y el M3, han ido aumentando en el margen, fundamentalmente por la recuperación de los depósitos.



El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que ello es coherente con lo planteado por el Consejero señor Enrique Marshall respecto del crédito, y tiene un correlato muy cercano por el lado de los pasivos del sistema financiero, que también crecen. No obstante, hace notar que el M2, que creció durante cinco años al 20%, solo lo ha hecho al 10% en los últimos meses.

Comenta, además, que se observa que muchas empresas presentan una alta liquidez y, por lo tanto, un creciente número de proyectos de inversión se está financiando con capital de trabajo, o sea, con fondos propios, más que con endeudamiento, produciéndose, en consecuencia, una especie de disociación entre inversión y endeudamiento. Plantea que, quizás, sea este un período en que se produce esa distancia que normalmente es fuera de régimen.

El señor Claudio Soto continúa, destacando que las proyecciones del primer y segundo trimestre del presente año se están corrigiendo al alza, en parte, por una revisión de cifras, especialmente en el caso de recursos naturales y, en parte, por una reevaluación de algunos sectores resto, más bien vinculados a consumo y comercio.

El Consejero señor Enrique Marshall llama la atención sobre el patrón de crecimiento que se está observando, ya que, a su juicio, es igual al del año 2007, que generó cierta confusión, porque la demanda crecía mucho y el producto lo hacía moderadamente.

El señor Claudio Soto indica que en una evaluación de más largo plazo se esperaría una cierta recomposición de la actividad hacia los sectores de servicios y manufacturero, pero advierte que es difícil establecer a qué velocidad ocurre eso y cómo se va dando la composición del crecimiento relativo.

En cuanto a la demanda, señala que no se cuenta con mayores antecedentes para modificar su proyección como un todo, pero que sí se corrigió levemente al alza la proyección del consumo privado y en algo a la baja la inversión en maquinarias y equipos.

Con respecto a las velocidades, el señor Soto exhibe distintos perfiles que, en general, son decrecientes en el tiempo, excepto en el caso del PIB, que está algo contaminado con lo que acontece en el sector de recursos naturales. Menciona que, de ellos, el más relevante es el perfil decreciente en las velocidades del sector Resto, interrumpido solo por un aumento desde 5,5 a 6,8% en enero último, cuando se produjo una especie de reacceleración marginal en la actividad.

En relación con el mercado laboral, destaca que la tasa de desempleo se ha estabilizado algo por debajo del 8%, y que el empleo está creciendo entre 5 y 6% en términos anuales en el margen.

En cuanto a los salarios, hace presente que la tasa de variación anual de los salarios nominales ha presentado una tendencia creciente en el tiempo, aunque están contaminados, en parte, por el efecto base de comparación. Añade que, en términos reales, se han mantenido creciendo en torno a 3%.

Desde una perspectiva sectorial, en tanto, señala que los salarios exhiben heterogeneidad. A título ejemplar, menciona que según los datos de la Asociación Chilena de Seguridad, los salarios reales en agricultura y construcción están creciendo a tasas bastante elevadas, los del sector comercio muestran cierta volatilidad y un aumento en la punta, y los de la industria caen, lo que es coherente con la actividad que exhibe el sector.



El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, manifestando que el tipo de cambio, tanto nominal como real, se ha depreciado de manera importante desde la última RPM. Hace presente que, de acuerdo con el modelo que la Gerencia a su cargo utiliza para evaluar la contribución de los fundamentales en la evolución del tipo de cambio, el cobre resulta tener un impacto relevante sobre el mismo, pero que, aún así, parte de esa depreciación va más allá de lo que sugieren estos fundamentales.

Respecto de la inflación, informa que el IPC de febrero estuvo en línea con lo proyectado. Subraya que ese mes, y por tercera vez desde fines de 2008, el IPCX1 registró una variación positiva mes a mes, conforme a lo esperado, lo que posiblemente representará un quiebre en la tendencia de la inflación subyacente más persistente en el tiempo.

Asimismo, plantea que si bien la inflación de 0,2% de febrero estuvo en línea con lo proyectado, hubo algunas sorpresas puntuales, como en vestuario, pasajes de avión y frutas y verduras. Indica que en el caso particular del vestuario, se había proyectado un alza por efecto estacional, pero el aumento efectivo fue mayor. Añade que también se registraron algunas sorpresas a la baja, que en el caso de los pasajes de avión fue muy significativa, en tanto que en el caso de frutas y verduras, se estimó una caída por efectos estacionales también, pero la efectiva fue bastante menor y, de hecho, prácticamente no experimentaron variación.

El señor Claudio Soto señala que en materia de proyecciones, se tiene como supuesto un tipo de cambio algo más depreciado que en la RPM pasada. Precisa que al cierre de estas proyecciones, se supuso un tipo de cambio de \$475 para el período comprendido entre los meses de marzo y agosto, pero que si se hubiese considerado el promedio de los últimos cinco días, habría sido más cercano a \$485. Añade que la proyección del precio de la gasolina también se corrige al alza respecto de la última RPM y que los percibibles siguen una trayectoria de inflación algo mayor.

En cuanto a la tarifa del Transantiago, manifiesta que, de acuerdo con el seguimiento que la Gerencia realiza del polinomio respectivo, la trayectoria del precio del combustible desencadenaría dos nuevas alzas de \$10 cada una, en los meses de mayo y julio. Al respecto, indica que el polinomio considera el precio del diésel, el tipo de cambio y otra serie de elementos, y aclara que en ese cálculo, el precio de la gasolina incluye la aprobación del Sipco por parte del Congreso Nacional el día de ayer.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda explica que el polinomio del Sipco considera un parámetro adicional y que corresponde al peso de los futuros, que estaba fijado en 50% y ahora permite movimientos entre 0 y 50%.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que le extrañó que la prensa informara el día anterior que la aplicación del Sipco generaría una caída de \$20 en la tarifa del Transantiago la próxima semana.

El señor Claudio Soto hace presente que el supuesto de la Gerencia a su cargo es que sí habría espacio para generar una caída en esa tarifa por la vía de modificar las ponderaciones de los precios futuros y los precios históricos, pero ello implicaría aumentar la pendiente en adelante, esto es, implicaría una caída de la tarifa ahora, pero fuertes alzas después.



El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la razón de ello. El señor Claudio Soto explica que el cambio de ponderaciones significaría que el precio de referencia es igual al promedio histórico.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que la ponderación puede cambiar, de tal forma que si el polinomio arroja un alza de la tarifa, habría que reducir la ponderación para neutralizarla. El señor Luis Óscar Herrera comenta que con ello no se logra ese resultado, porque si los futuros se mantienen a un nivel, el promedio móvil va subiendo en el tiempo.

El señor Rodrigo Cerda manifiesta que el Presidente José De Gregorio está en lo correcto, en el sentido que el ponderador del futuro se puede modificar. Expresa que, de hecho, estaba fijado en 50%, pero el nuevo decreto lo fijó en 20%. Destaca, además, que este parámetro puede cambiarse semana a semana, fijándolo en un porcentaje comprendido en el rango que va de 0 a 50% mencionado, no así los otros parámetros.

El señor Claudio Soto enfatiza que en el evento que los futuros tuvieran una ponderación de 0% y, en consecuencia, de 100% los precios históricos, el precio de referencia tendría una pendiente tal, que permitirá bajar el precio la semana próxima, pero después el alza sería mucho mayor.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que el escenario actual no contempla *shocks* a los precios en el futuro, porque se tiene una trayectoria conocida, pero en el evento que si los hubiera, se podrá ir reaccionado a ellos y suavizar el precio, como también se podría dejarlo flotar. Agrega que cuando hay dos o tres parámetros en una ecuación, hay que moverlos para obtener el resultado deseado.

El señor Claudio Soto reitera que el supuesto de trabajo es que el precio de la gasolina no registrará variaciones mayores durante este mes, pero en adelante debería tener una pequeña pendiente, dado el precio de los futuros al día de hoy.

El Presidente señor José De Gregorio expresa su conformidad con respecto a ese supuesto. En su opinión, este es relativamente conservador, ya que se sigue el espíritu de que el precio del petróleo, en general, afecta directamente a la gasolina, y si hay subsidios, son transitorios.

El señor Claudio Soto indica que, de acuerdo con ello, debería otorgarse un subsidio a partir de esta semana o la próxima y hasta mediados de julio, aproximadamente, cuando debería haber una rebaja en el impuesto específico. Sostiene que, dada la evolución de los precios futuros, en ese momento el precio quedaría dentro de la banda y, por lo tanto, no habría espacio para rebajar el impuesto específico. Hace el alcance que ese cálculo se efectuó sobre la base de los futuros disponibles hasta la semana pasada, que eran inferiores a los informados por la Gerencia de Análisis Internacional el día anterior; luego, de acuerdo con estos nuevos antecedentes, habría que decretar una reducción mayor del impuesto específico y, probablemente, el precio de referencia entraría en la banda en una fecha más próxima.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda informa que el decreto correspondiente se publicó en la edición del Diario Oficial del día de hoy, y recuerda, al respecto, que las modificaciones a los precios de las gasolinas se concretan los días jueves.



El señor Claudio Soto continúa con su presentación, señalando que de acuerdo con el escenario descrito, la inflación anual llegaría a 4,5% en agosto y sobrepasaría el rango de tolerancia en junio. Agrega que los componentes que aparecen con una incidencia relevante en la evolución futura de la inflación son los alimentos y los combustibles. De todas maneras, manifiesta que es importante destacar que esta proyección de corto plazo tiene como supuesto implícito que hay un traspaso acotado de otros componentes de inflación, como es el caso de los componentes Resto.

En cuanto a las expectativas de inflación, reitera que se han movido al alza. Al respecto, especifica que las expectativas a un año, que se derivan de la encuesta, volvieron a moverse al alza respecto de la RPM pasada, mientras que aquellas derivadas de los precios de los activos financieros, se han mantenido más bien estables.

El señor Claudio Soto presenta, a continuación, un indicador que no había mostrado anteriormente, que trata de resumir, de alguna manera, distintas medidas de expectativas, como aquellas que arrojan las encuestas, las expectativas de las AFP y de los swaps, entre otras. Hace notar que en el período considerado, esto es, a partir del año 2002 a la fecha, este indicador ha estado, en general, en torno a 3%; luego aumentó a niveles muy superiores al 3% en el período de alzas de precios anterior, superando incluso el 6%; y hoy día se ha movido nuevamente al alza de manera importante.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta su conformidad respecto del gráfico, no así de su título: "Expectativas de inflación". El señor Luis Óscar Herrera es de opinión que este debiera ser "Indicador de expectativas de inflación" y el Presidente señor José De Gregorio estima que debiera ser "Índice de expectativas de inflación".

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere, a continuación, a la colocación de bonos en pesos del Banco Central, y solicita se informe acerca de la percepción al respecto, por cuanto, en su opinión, si un banco central logra colocar sus títulos en moneda no reajutable a tasas relativamente razonables, difícilmente podría sostenerse que es una institución que ha perdido credibilidad. A título ejemplar, indica que si las expectativas de inflación a dos años están en 3,2% y el objetivo del Banco es que estén en 3%, ello es reflejo de la realidad presente, pero no de una pérdida de confianza en el Banco Central de Chile y su capacidad para cumplir sus funciones y lograr los objetivos que su Ley Orgánica le encomienda. Agrega que, a su juicio, pérdida de confianza tiene otra connotación.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón expresa que, con respecto a una colocación de deuda a un plazo de dos años, es difícil estimar lo que pueda ocurrir en un año. Precisa que el *stock* de deuda nominal del Banco representa un tercio de la deuda total y el *stock* de deuda en UF los restantes dos tercios, mientras que las colocaciones en UF triplican aquellas en pesos. En consecuencia, indica que a través de la esterilización se estaría contribuyendo a que estas compensaciones sean más bajas.

En segundo lugar, destaca que no solo se ha logrado colocar toda la deuda, sino que un monto superior, que se ajusta con PDBC para no distorsionar la parte monetaria. Por lo tanto, la situación actual da cuenta de un adelanto y, además, a tasas convenientes, por cuanto los *spreads* son igual a cero o positivos para el Banco Central, es decir, el Banco está bajo el mercado.

El señor Beltrán de Ramón señala que en un escenario como el descrito, se podría sostener que llaman la atención las compensaciones inflacionarias. A su juicio, el hecho que la compensación inflacionaria sea superior a 3% a plazos más largos, se debe más bien a



la volatilidad de la inflación, y que no le extraña que la compensación inflacionaria de 5 en 5 y la de 3 en 2 sea de 3,6 - 3,5, si históricamente era 3,1 - 3,2. En su opinión, ello obedece, a una prima que no tiene relación con que el Banco haya perdido credibilidad, pero sí reconoce que existiría un cierto riesgo de pérdida de credibilidad en el corto plazo, y que, más que eso, de ir detrás de la curva.

A título de resumen, el señor Beltrán de Ramón manifiesta compartir el planteamiento del Consejero señor Enrique Marshall, en cuanto a que sí hay un problema, pero que no radica en que el Banco Central de Chile haya perdido credibilidad, sino que tiene un riesgo de ir detrás de la curva en el corto y mediano plazo, no así en el largo plazo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que todas las medidas disponibles son imperfectas y tienen problemas, por cuanto la encuesta de expectativas a dos años se mueve muy poco para ser creíble, los premios se mueven por una serie de razones financieras, los *swaps* lo hacen por otras razones y así sucesivamente. Indica que, en esta ocasión, se advierte, efectivamente, una mayor preocupación en Chile y en muchas otras economías. Agrega concordar con que expresiones como pérdida de credibilidad se utilizan, normalmente, en un contexto de crisis mayor, y que en la historia económica chilena, ellas están asociadas a devaluaciones masivas y problemas mayores que, en ningún caso, es el estatus actual.

El Presidente señor José De Gregorio se refiere al IPC estimado para el mes de marzo, que se ubica el 1%, y consulta qué tan sólida es esa estimación y si se cuenta ya con evidencias que indiquen hacia dónde apunta la inflación de este mes. Manifiesta que su pregunta obedece a su preocupación por la diferencia entre las estimaciones internas y de mercado, de 1% y 0,8%, respectivamente, en el sentido que si el dato efectivo llega a ser 1%, se pudiera interpretar que la inflación se desató. De hecho, indica que ha pensado expresar en su voto que es muy probable que la inflación sea de 1% este mes —salvo que se estime que es inconveniente—, de tal forma que ello sea comunicado en la Minuta de esta Reunión, que se dará a conocer una semana antes de conocerse el dato de inflación, y no constituya una sorpresa si el dato efectivo llega a ser de esa magnitud

El señor Claudio Soto señala que algunos de los antecedentes que sustentan la proyección son los combustibles, respecto de los cuales no se espera una rebaja. Precisa que estos tendrían una incidencia de entre 0,5 y 0,6 en el IPC. Indica que también se ha considerado el alza del Transantiago, que ya se materializó y que el IPC lo capturaría en algo más de una décima. Agrega que se ha considerado también un supuesto relacionado con el aumento del salario mínimo de las trabajadoras de casas particulares, que se estima que el INE lo va a reflejar en su medición del IPC de marzo.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere nuevamente al requerimiento planteado por el Consejero señor Enrique Marshall, respecto de la percepción sobre lo que estaría detrás del comportamiento de las tasas de largo plazo nominales, a 5 y 10 años, que experimentaron una alza del orden de 70pb y que en el último mes han caído alrededor de 30 ó 40pb.

El señor Beltrán de Ramón responde que ese comportamiento se había anticipado, esto es, que las tasas sobrerreaccionaban y luego caían. Agrega que este obedece también a la entrada de las AFP por el mayor riesgo global, y que lo han hecho con mayor fuerza en el mercado nominal y, principalmente a 10 años. De hecho, destaca que la tasa que registra la mayor caída es la nominal a ese plazo.



En cuanto a la evolución del tipo de cambio, señala que se ha movido muy lento desde el terremoto en Japón y ha experimentado, de hecho, un alza menor en términos comparativos, lo que es consistente con la mencionada entrada de las APF. Añade que este efecto fue previsto, pero se ha intensificado producto del *flight to quality* hacia Chile, ya que ingresan dólares desde el extranjero y los venden, o dejan de comprar lo que tenían presupuestado para remesarlos al extranjero.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que esto debería apreciar el peso. El señor Beltrán de Ramón informa que debería apreciarlo o depreciarlo menos, siendo esto último lo que efectivamente ha ocurrido en la última semana.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, indicando que si se revisan las curvas *forward* de la RPM de febrero y la actual, se observa que las perspectivas para la TPM se ajustan al alza, especialmente en los plazos más cortos. A título ejemplar, precisa que la TPM para junio sería de 4,7 ó 4,75%, esto es, 20pb mayor que la proyectada el mes pasado, y que a diciembre está en 5,75%, bastante en línea con las expectativas de mercado.

Al finalizar, el señor Soto informa que para esta Reunión, el mercado piensa mayoritariamente que el Consejo del Banco Central va a acordar un alza de 25pb de la TPM, y otros no descartan un alza de 50pb.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, así como las distintas intervenciones y comentarios.

Siendo las 13:30 horas, el señor Presidente suspende la sesión e informa que se reanudará a las 16:00 horas.

A las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 167, incorporándose a ella el Vicepresidente señor Manuel Marfán y el Ministro de Hacienda señor Felipe Larrain.

El Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al señor Ministro de Hacienda y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, mencionando a los principales antecedentes acumulados desde la última RPM. Con respecto a la economía internacional, destaca las mejores cifras de actividad en las economías desarrolladas y la corrección al alza en las proyecciones de crecimiento del consenso de mercado; el aumento del precio del petróleo y sus derivados; y la mayor preocupación por la inflación. Indica que a ello se suma la aparición de nuevos riesgos para la economía mundial, cuyos alcances aún son difíciles de precisar, derivados de los problemas políticos en los países árabes y sus consecuencias sobre la oferta de petróleo, así como del terremoto y maremoto en Japón y la crisis que está en desarrollo. En su opinión, estos factores han provocado menor apetito por riesgo entre los inversionistas y caídas en las bolsas internacionales, que llevan a poner un factor de cautela respecto de las proyecciones de la economía internacional.

En cuanto a los elementos más relevantes en Chile, hace mención al traspaso de las alzas internacionales de los combustibles a los precios locales y el aumento de las expectativas de inflación de corto plazo; la mantención de las expectativas inflacionarias de



mediano y largo plazo sobre el 3%, esto es, en la mitad superior del rango de tolerancia o sobre este; la persistencia del dinamismo de la actividad, empleo y demanda interna, con un ritmo de expansión algo más rápido que las proyecciones de diciembre; la revisión al alza de las expectativas privadas respecto de la TPM, anticipando una mayor velocidad de retiro del estímulo monetario y sin pausas durante el primer semestre; y, por último, el hecho que para esta Reunión en particular, las expectativas se encuentran divididas entre un alza de 25 ó 50pb, dependiendo del indicador considerado.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes un incremento de 25pb de la TPM, hasta 3,75%; o un alza de 50pb, hasta 4,0%.

Hace presente que la recomendación de la Gerencia de División Estudios en esta oportunidad es por la segunda opción, atendidas las siguientes razones. Alude, en primer lugar, a la estrategia de política monetaria delineada en el IPoM de diciembre, que contemplaba el retiro gradual del estímulo monetario, incluyendo la posibilidad de pausas transitorias durante este proceso. Explica que esta gradualidad buscaba equilibrar las presiones inflacionarias derivadas del cierre de holguras en la economía nacional y condiciones monetarias que aún eran expansivas, con una situación internacional que aún era débil y perspectivas de bajas tasas de interés por un tiempo prolongado en las economías desarrolladas.

En segundo lugar, señala que la evolución de la inflación y el crecimiento de la economía chilena desde diciembre a la fecha no se han alejado significativamente del escenario que se había delineado en el IPoM anterior. Al respecto, informa que los indicadores de inflación de tendencia se mantienen en una trayectoria de normalización, evolucionando aún por debajo del 3%, y que los antecedentes de actividad indican un dinamismo algo mayor de la economía chilena y mundial, lo que implica un cierre más rápido de las holguras de capacidad interna y externa. Agrega que si bien este último factor puede agregar presiones inflacionarias en el margen, no modifica sustancialmente el escenario anticipado en el IPoM de diciembre; incluso más, las perspectivas de crecimiento mundial podrían sufrir recortes en las próximas semanas como consecuencia de los riesgos antes señalados.

A título de tercer fundamento, plantea que, en el corto plazo, el aumento del precio del petróleo y su traspaso a los precios locales impactará con certeza la inflación medida por el IPC, particularmente en el mes de marzo. Aunque, en principio, este es un ajuste puntual de precios relativos, cuyos efectos sobre la inflación deberían ser transitorios, enfatiza que constituye un factor de preocupación para la política monetaria que este proceso ha ido acompañado de un aumento más generalizado en las expectativas inflacionarias desde enero a la fecha. Subraya que este es un factor de riesgo que debe ser considerado para la conducción de la política monetaria.

Indica que otra razón a mencionar se refiere a la conjunción de *shocks* de oferta, mayores expectativas inflacionarias y un crecimiento rápido y elevado de las ventas y el empleo, que pueden crear condiciones propicias para una mayor propagación de *shocks* puntuales al resto de los precios. Advierte que esta situación podría crear presiones inflacionarias más duraderas que, más tarde, deberían ser compensadas por un endurecimiento mayor de la política monetaria. En este contexto, recalca que una preocupación fundamental de la política monetaria es contener estos efectos de segunda vuelta.

El señor Luis Óscar Herrera expresa que, en este contexto, la opción de elevar la TPM en 25pb podría justificarse a la luz de la evolución reciente de los indicadores de crecimiento e inflación en Chile, además de los riesgos externos antes mencionados. No



obstante, manifiesta que, en esta oportunidad, la Gerencia de División Estudios considera que la evolución de las expectativas inflacionarias hace conveniente plantear un aumento mayor, de 50pb, que entregue una señal clara del compromiso del Banco Central con la meta de inflación y ayude a contener el alza de las expectativas, evitando que, más adelante, se manifieste en mayores presiones de inflación.

Con respecto a las consideraciones de carácter táctico, señala que, en esta ocasión, parece recomendable alejarse de la opción mayoritaria de mercado y aumentar la TPM hasta 4%, advirtiendo que es posible que esta decisión desencadene una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés. Al respecto, informa que esta opción no es la alternativa mayoritaria, pero que sí es anticipada por una fracción relevante de los operadores y analistas que participan de las encuestas de expectativas del Banco, y también por los precios de contratos financieros. Sin embargo, para evitar riesgos o confusiones que deriven en una revisión mayor de la trayectoria de tasas u otros precios financieros, enfatiza que es importante señalar que el Banco espera continuar retirando el estímulo monetario en forma gradual, conforme a la evolución de las condiciones 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, ya que el Imacec del mes de enero registró un crecimiento interanual de 6,8% y se anticipa que el primer trimestre de 2011 mostrará elevadas cifras de crecimiento, particularmente en el mes de marzo, debido a los efectos del terremoto del 27 de febrero. Con todo, indica que la evolución de la economía chilena no es ajena a los acontecimientos del escenario externo, el cual se ha vuelto menos benigno desde la última Reunión.

En efecto, hace presente que la economía internacional está siendo afectada por diferentes eventos, como el reciente terremoto en Japón, que ha generado incertidumbre en los mercados internacionales, provocando deterioros en los principales índices accionarios y una corrección a la baja en los precios de diversos *commodities*. Sobre el particular, señala que si bien resulta aún prematuro evaluar las consecuencias sobre la economía japonesa y mundial del desastre natural, los efectos sobre la economía chilena debieran ser acotados, considerando que la canasta exportadora de Chile es bastante diversificada geográficamente. En efecto, precisa que en el año 2010, las exportaciones de bienes a Japón representaron un 10,4% del total, del cual alrededor del 60% correspondió a cobre y sus derivados, productos que pueden ser fácilmente redireccionados en los mercados mundiales.

El señor Ministro de Hacienda prosigue, comentando que en Estados Unidos se observa una mejora en el mercado laboral. Al respecto, informa que la cifra de empleo del mes de febrero arrojó una creación mensual de 192 mil puestos de trabajo, levemente mayor que lo esperado, y una caída de la tasa de desempleo a 8,9%, desde el 9,0% del mes anterior. Agrega que, de acuerdo con el informe preliminar, el crecimiento del cuarto trimestre del año 2010 se ubicó en 2,8%, superando levemente el 2,6% del trimestre previo, mientras que los indicadores muestran señales mixtas para el primer trimestre de este año, poniendo en duda la velocidad de la recuperación en este país.

Con respecto a Europa, señala que las turbulencias financieras se mantienen. Hace presente que Moody's rebajó recientemente la calificación crediticia de España y Grecia, renovando los temores, y que pese a ello, las cifras económicas muestran algún grado de



recuperación. En este escenario, destaca que los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial, y que los temores inflacionarios están generando presión hacia una normalización de la política monetaria más agresiva en estas economías.

En el ámbito interno, menciona que las presiones inflacionarias se encuentran aún contenidas. Detalla que en el mes de febrero se registró una cifra de inflación de 0,2% mensual y de 2,7% en doce meses, lo que estuvo en línea con lo esperado por el mercado, y que tanto el IPCX como el IPCX1 registraron la misma variación porcentual mensual, con lo que las mediciones en doce meses se ubicaron en 2,1 y 0,4%, respectivamente.

Pese a lo anterior, plantea que al analizar las señales acerca de la senda futura de la inflación, hay ciertos riesgos que deben tomarse en cuenta. Alude, en primer lugar, a las expectativas de inflación para el año 2011, que se han ajustado al alza. En efecto, indica que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la inflación esperada para el año 2011 pasa a 4,4%, desde 4,0% en la encuesta de febrero, y se ubica en 3,5% para el próximo año. Agrega las expectativas de inflación que se derivan de las tasas de mercado, esto es, de las tasas de los BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3,9%, de lo cual se desprende que las expectativas también se han elevado a plazos más largos. En su opinión, este aumento en las expectativas de inflación se fundamenta en la materialización de ciertos riesgos inflacionarios, asociados esencialmente al escenario externo.

En segundo lugar, se refiere a los precios internacionales de los alimentos, que han seguido escalando. Informa, al respecto, que de acuerdo con el índice de precios de la FAO, estos se elevaron un 2,2% mensual en febrero, lo que constituye la octava alza mensual consecutiva, y que el aumento ha sido de 38,2% en doce meses. Expresa que, a su juicio, la evolución de diversos precios de *commodities* alimenticios sugiere que este factor podría persistir durante los próximos meses.

A título de tercer riesgo a considerar, y como antecedente adicional desde la última RPM, subraya que los precios de los combustibles se han elevado con fuerza, producto de la crisis en Medio Oriente. Añade que si bien el escenario de incertidumbre provocado por el terremoto de Japón ha provocado algún descenso en el precio del petróleo, se mantiene el foco de tensión política que está afectando a este producto.

En cuarto lugar, menciona que, en enero, las remuneraciones registraron un aumento de 0,6% mensual y de 5,7% en doce meses. Al respecto, indica que el aumento de las remuneraciones se ha visto influido por el elevado dinamismo del mercado laboral, en tanto que el estrechamiento en las condiciones de este mercado es un factor que puede afectar la dinámica de la inflación.

El señor Felipe Larraín manifiesta que en este contexto de recuperación y consolidación del crecimiento económico interno, en el que aún subsiste cierta incertidumbre externa, el Ministerio de Hacienda estima que es importante continuar con el proceso paulatino de normalización de las políticas fiscal y monetaria, y que las opciones de política son las de un aumento de la TPM en 25 o 50pb. Plantea que el primer camino valida las expectativas obtenidas de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central y continúa con la trayectoria de aumento de tasas delineada en reuniones pasadas; y que el segundo camino, más agresivo, tiene como ventaja la entrega de una señal clara de que se utilizarán las herramientas necesarias para controlar el alza de la inflación y, por lo tanto, podría actuar moderando las expectativas de inflación.



El señor Ministro destaca que el Gobierno apoya el proceso de normalización de tasas, y que su contribución al control de la inflación se materializa a través de un crecimiento del gasto inferior al del PIB, como está contemplado en el Presupuesto del año 2011, así como por medio de medidas más puntuales, como la ley aprobada en el Congreso el día anterior, que permite acelerar la entrada en vigencia del SIPCO y, con ello, que las bencinas no aumenten de precio durante la presente semana y moderen significativamente sus alzas, o bajen, en las semanas próximas. Respecto de este último, informa que es un mecanismo que estará disponible para atenuar cambios bruscos en los precios de la gasolina y el diésel. Además, reitera lo expresado en reuniones anteriores, en cuanto a que esa Secretaría de Estado continuará con la política de reducción del déficit fiscal estructural, tal como está delineado en el Informe de Finanzas Públicas de Octubre de 2010.

Al concluir su exposición, el señor Felipe Larraín manifiesta que, en este escenario, el Ministerio de Hacienda estima que se debe actuar, aumentando la tasa de política monetaria en 50pb, de forma de enviar una señal potente y necesaria para moderar las expectativas de inflación y contribuir a controlar los aumentos del nivel de precios.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la participación del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, prosiguiendo con la Sesión, 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, la situación se ha tornado más incierta, producto de las tensiones en los países árabes, la situación específica de Libia, las incertidumbres financieras que se mantienen y, en algunos casos, aumentan en países europeos, así como también por los efectos del terremoto y maremoto en Japón. Con todo, destaca que las proyecciones de crecimiento global de consenso se han revisado al alza.

Comenta, asimismo, que el precio del petróleo sigue elevado, con los consecuentes efectos en la inflación y la actividad global, mientras que el precio del resto de los bienes primarios se ha mantenido y, en el caso de algunos ellos, particularmente los bienes agrícolas, ha presentado cierto retroceso desde la última RPM. Agrega que las recientes cifras de actividad doméstica han sido algo mayores a las estimadas por el mercado, aunque no se alejan en forma significativa de los patrones proyectados en el último IPoM, y que la demanda interna y el empleo siguen mostrando un dinamismo importante.

En el frente inflacionario, señala que lo más relevante dice relación con el aumento en las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria. Al respecto, sostiene que el aumento en el precio internacional de los alimentos, los mayores precios esperados del petróleo y el cierre de brechas internas, estarían detrás de esta proyección de mayores precios, que, por lo demás, es un fenómeno bastante generalizado en el mundo emergente. En ese sentido, menciona que se ha hecho usual comparar este episodio con el que ocurrió en Chile en los años 2007 y 2008. En su opinión, si bien hay ciertas similitudes evidentes, como el aumento en el precio de los alimentos, del petróleo y el cierre de brechas, también hay diferencias significativas como la situación cambiaria, el hecho que la brecha sigue siendo más amplia que entonces y que parece haber más espacio en los márgenes para absorber ciertos *shocks* de costos, entre otros. Por otra parte, enfatiza que no se puede dejar de mencionar el aumento de los salarios que se ha verificado en los últimos meses.



El Consejero señor Rodrigo Vergara subraya que, dada la importancia de las expectativas en materia inflacionaria, es clave no subestimar este fenómeno, razón por la cual esta es, a su juicio, una de las consideraciones que deben estar presentes en la decisión de esta Reunión. Plantea que el mero hecho que el Banco Central haya sido explícito sobre este tema, manifestando su preocupación y su firme compromiso con la meta inflacionaria, ayudará a mitigar los efectos indeseados sobre las expectativas. No obstante, estima que, al menos en esta oportunidad, se requiere de algo más concreto que deje claro que el Banco Central no tolerará una inflación que se aleje de la meta.

Hace presente que todo indica que la estrategia de seguir reduciendo el estímulo monetario debe continuar en esta Reunión. Más aún, dadas las consideraciones anteriores, en particular sobre las expectativas, en su opinión, debe hacerse a una velocidad algo más pronunciada que lo que venía haciéndose en los últimos meses. Hace el alcance que esto no implica que se esté marcando una nueva tendencia a futuro, la cual se deberá ir evaluando con los antecedentes que se vayan disponiendo en el tiempo. A este respecto, recalca que no debe perderse de vista que las mediciones de inflación subyacente se mantienen acotadas.

El Consejero señor Rodrigo Vergara expresa su inclinación por aumentar la TPM en 50pb en esta oportunidad, ya que subirla en 25pb no sería consistente con la preocupación manifestada sobre el aumento en las expectativas de inflación de mercado y con la importancia de dar una señal fuerte en esta materia, además que se correría el riesgo de no transmitir adecuadamente la señal que, a su juicio, se debe enviar.

Asimismo, considera también que el Comunicado debe dejar claro que el proceso de normalización monetaria se mantendrá a futuro, pero que la mayor alza de esta vez no marca necesariamente un nuevo ritmo en adelante.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención mencionando las numerosas novedades de las últimas semanas, como las tensiones en el Medio Oriente, que han incrementado el precio del petróleo significativamente; los precios internacionales de los alimentos, que han mostrado cierta moderación; la acentuación de mejores perspectivas de crecimiento en Estados Unidos; la situación en Europa, que se mantiene altamente incierta, especialmente porque la demora en soluciones de fondo al problema financiero de varios países contribuye a dificultar aún más los ajustes futuros; y el terremoto en Japón, que ha provocado una inusual y fuerte reacción de los mercados que es difícil de interpretar. Plantea que si bien es probable que parte de la reacción refleje la alta incertidumbre reinante y pueda estar evidenciando algún grado de sobreacción en los precios de los activos, a casi una semana de los eventos la preocupación mundial va en aumento y no puede descartarse, por ahora, que ello tenga consecuencias mayores a nivel global.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que, más allá de la descripción detallada de diversos eventos, lo más destacable es que la recuperación en Estados Unidos parece que se va sosteniendo con mayor fuerza, y que los altos precios de los *commodities* —más allá de factores de oferta puntuales— se instalan como una nueva realidad. En su opinión, lo anterior ha contribuido a acrecentar la preocupación por la inflación en varios países.

En el ámbito interno, destaca que la actividad ha seguido mostrando un alto dinamismo, especialmente el consumo y algunos componentes de la inversión, y que se avizora una recuperación en la construcción de viviendas y obras. Señala que ello es coherente con las



perspectivas que se vislumbraban hace varios trimestres, y corrobora que las condiciones para un crecimiento de la economía este año, en torno a 6% o quizás algo mayor, son sólidas.

Hace presente que la inflación hasta el momento se ha mantenido bien acotada, y en rangos esperados y similares a los del rango objetivo del Banco Central, esperándose un aumento en adelante. Plantea que ello es especialmente claro en el corto plazo por razones, en parte puntuales, derivadas del precio internacional de los combustibles. Sin embargo, manifiesta que es importante reiterar que la normalización de las condiciones monetarias y de demanda en los últimos trimestres son en sí mismas coherentes con una normalización de las medidas subyacentes de inflación, que debieran ir aumentando gradualmente en los próximos trimestres. Subraya que la evolución de los salarios y el dinamismo en el mercado laboral son prueba de ello.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, todo lo anterior lleva a corroborar el mensaje principal de política monetaria entregado en los últimos meses sobre la necesidad de una normalización gradual hacia niveles más bien neutrales hacia fines de este año.

Al continuar, destaca que, en esta oportunidad, se hacen presentes dos elementos adicionales. Especifica que el primero de ellos dice relación con las expectativas de inflación, que han aumentado de manera importante en los últimos meses, especialmente en los plazos más cortos. A su juicio, parte importante de estos aumentos obedecen a las expectativas sobre precios del petróleo y alimentos que han aumentado en el mundo, y que en el pasado produjeron un fuerte incremento en la inflación interna. En ese sentido, manifiesta que este es un tema que, evidentemente, justifica una preocupación. Sin embargo, dada la posición cíclica de la economía mundial y doméstica en la actualidad, las perspectivas cambiarias y el reconocimiento explícito de los riesgos que estos eventos tienen, es de opinión que hay que tener cuidado con no sobredimensionar el problema de expectativas inflacionarias a mediano plazo. En todo caso, indica que la tasa de interés es actualmente baja y que el espacio para recoger el impulso monetario es amplio, por lo que favorece un mayor ajuste hoy para prevenir una consolidación de la incertidumbre inflacionaria.

Indica que la otra dimensión a enfatizar dice relación con la situación internacional. Sobre el particular, destaca que las perspectivas externas han mejorado, lo que es positivo, existiendo elementos para justificarlo. No obstante, señala que, a su juicio, hay elementos en la situación internacional que siguen siendo altamente inciertos, y que no son recogidos adecuadamente por los datos de consenso o las proyecciones promedio. Comenta, al respecto, que la situación en Europa es delicada y que no existe claridad sobre la evolución del sistema financiero y sobre los posibles ajustes de la deuda y el impacto en los bancos en esos países; que Estados Unidos debiera converger a tasas de crecimiento menores que las observadas en las últimas décadas; y que se espera una desaceleración en varios países en desarrollo.

Habida consideración del espacio que existe para la normalización de la política monetaria, el Consejero señor Sebastián Claro estima que se justifica un alza de 50pb en esta oportunidad. Sostiene que a la luz de estos antecedentes disponibles hoy, ello no representa necesariamente un cambio sustancial en la magnitud requerida del ajuste de la política monetaria en los próximos trimestres, sino que refleja más bien un cierto adelantamiento de parte de este ajuste, dada la genuina preocupación por las perspectivas y por las expectativas de inflación. Agrega que en las condiciones actuales, es posible que los próximos ajustes vuelvan a la gradualidad anterior, en la medida que las condiciones así lo sugieran.



En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por aumentar la tasa a 4%.

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

Plantea, en primer término, que las noticias del último mes están marcadas por el fuerte incremento del precio del petróleo asociado a fenómenos geopolíticos, y por las catástrofes sufridas por Japón, todo lo cual ha introducido incertidumbre y ha tenido ya efectos en los mercados financieros.

Sin perjuicio de ello, sostiene que los antecedentes disponibles, levantados con anterioridad a dichos desarrollos, reafirman el crecimiento mundial y despiertan una creciente preocupación por la inflación tanto en las economías maduras como en las emergentes.

En su opinión, si bien lo más probable es que la economía mundial mantendrá un sólido crecimiento, los efectos de los últimos desarrollos deben ser monitoreados con atención.

En el frente interno, menciona que las cifras de actividad han resultado algo mejores que lo previsto. Agrega que las proyecciones se han corregido levemente al alza para el primer semestre, pero que el panorama para el año, en su conjunto, no es sustancialmente distinto del que se visualizó previamente. Destaca que las condiciones que apoyan esta expansión siguen presentes, ya que las expectativas de hogares y empresas siguen siendo positivas; las perspectivas para el sector construcción se ven positivas para este año; las políticas crediticias de los bancos son bastante normales; el empleo crece; y la masa salarial se expande en forma apreciable.

En materia de inflación, señala que, por el momento, las cifras efectivas no han deparado grandes sorpresas, pero que las perspectivas en adelante generan preocupación debido a la concurrencia de varios factores, como los incrementos en los precios de la energía y los alimentos que, tarde o temprano, deberían traducirse en mayores índices inflacionarios; las condiciones cíclicas de la economía interna, que resultan favorables para la propagación de presiones inflacionarias; y el mercado laboral, que se ha ido estrechando, y, congruente con ello, el aumento de las remuneraciones a tasas relevantes.

Destaca que si bien las fuerzas apreciativas siguen en operación, el peso ha experimentado oscilaciones e incluso se ha depreciado respecto de la última Reunión, agregando o, por lo menos, no restando presión sobre los precios internos.

Informa, además, que las expectativas de inflación, obtenidas tanto de encuestas como de los precios de los activos, han vuelto a subir para los plazos más cortos y se han mantenido elevadas para los plazos más largos. A su juicio, estas son señales que no pueden pasar desapercibidas.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que con estos antecedentes, se reafirma la necesidad de proseguir con la normalización de la política monetaria. Al respecto, manifiesta coincidir con la minuta de Gerencia de División Estudios en el sentido que las opciones que deben ser consideradas son alzas de 25 ó 50pb.

En su opinión, un alza de 25pb es, en principio, coherente con la estrategia de normalización gradual seguida hasta ahora y con los niveles que se espera alcanzar a fines de año. Sin embargo, plantea que un alza de 50pb tiene ventajas, ya que entregaría una señal



potente de que el Banco Central sigue muy atentamente los desarrollos en curso y que tomará las medidas necesarias para que la inflación, después de desviarse hacia arriba por factores no controlables, converja nuevamente a la meta en un horizonte de mediano plazo. A su juicio, esta sería una decisión algo sorpresiva, porque la apuesta mayoritaria es por un alza de 25pb; no obstante, debería ser bien asimilada por el mercado, puesto que ha sido sugerida por algunos analistas.

Hace presente, asimismo, que como la TPM se encuentra claramente por debajo de su nivel normal o neutral, existe espacio para tomar una decisión de este tipo sin comprometer significativamente nuestras decisiones en adelante.

Por último, señala que la preparación del próximo IPoM permitirá evaluar con mayor precisión si más allá de lo que se está decidiendo en esta Reunión, corresponde o no acelerar la normalización de la política monetaria en los próximos meses.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50pb, hasta 4,0%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, que, en esta oportunidad, se beneficia de la cercanía del próximo IPoM. Indica 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 si bien las expectativas de crecimiento de las economías desarrolladas han aumentado marginalmente, los riesgos principales vinculados a la salida de la crisis financiera se mantienen elevados, especialmente en la Zona Euro.

En segundo lugar, menciona que según los contratos a futuro, las TPM de Estados Unidos, Reino Unido y Zona Euro comenzarían a elevarse durante este año, pero que lo harían muy lentamente, en tanto que para mediados de 2012, estos contratos predicen que todas esas tasas serán inferiores al 2% y también en el resto de las economías desarrolladas más relevantes.

A título de tercer hecho a destacar, señala que el crecimiento registrado en el último trimestre del año pasado implica que, a diferencia del IPoM de diciembre, la brecha de PIB ya habría terminado de cerrarse y que, a partir de este trimestre, ya habría ingresado al hemisferio positivo, de acuerdo con las estimaciones del Banco.

Por último, indica que las remuneraciones continúan exhibiendo un dinamismo creciente y que el índice del costo de la mano de obra, que a su juicio es el más relevante, registró un incremento de 6,7% en doce meses en enero último.

Con respecto a sus fundamentos, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, en lo sustancial, la economía chilena exhibe una mezcla de indicadores que, en lenguaje figurado, deberían implicar una "alerta inflacionaria", ya que, a su juicio, se está muy lejos aún de una "emergencia inflacionaria". En efecto, plantea que a los *shocks* inflacionarios provenientes del exterior se suman diversos *shocks* internos, como el alza del Transantiago que no estaba en las proyecciones del Banco y la aceleración de los salarios, como también una brecha de PIB que ya se cerró y perspectivas de crecimiento del PIB y del gasto de corto plazo que serían superiores al crecimiento potencial. Reitera que el dinamismo del mercado del trabajo ha ido a la par con una aceleración de la inflación salarial, que, aunque en un nivel aún sostenible, no ayudará a contener los precios. Expresa que todo lo anterior apunta a que la



velocidad de normalización del impulso monetario deberá ser algo mayor que lo previsto a comienzos de año. Desde esa perspectiva, manifiesta coincidir con la Minuta de Opciones en que, en esta oportunidad, cabe analizar alzas de 25 o de 50pb.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que en un esquema de metas de inflación como el que se tiene en Chile, el ancla de los precios está dado por la meta de política y, en realidad, por el centro del rango meta, pero que ello es así en la medida que exista credibilidad respecto de la orientación de las políticas del Banco Central. En ese contexto, estima que el escenario más complejo para el Banco Central es aquel en el cual las expectativas de inflación empiezan, de manera creciente, a mostrar indicadores de que no cumpliría su meta. Frente a ello, y en situaciones similares que se han vivido en el pasado, plantea que no siempre es claro que sea necesario acelerar la normalización de la política monetaria, especialmente cuando muchos de los *shocks* que implican una aceleración de corto plazo son de oferta. Sin embargo, señala que cuando estos ya empiezan a afectar las expectativas, como es el caso, es importante que el Banco reaccione con fuerza frente a este evento.

En consecuencia, hace presente que de las alternativas que propone la Gerencia de División Estudios, manifiesta que de manera clara y no ambigua, su voto es por un aumento de la TPM en 50pb, para llevarla a 4,0%.

Al finalizar, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa su preocupación especial por el hecho de que las tasas se van a mantener bajas por un período anormalmente elevado en el resto del mundo y que, por su parte, las tasas estarían acelerando su normalización en Chile, lo que pone una nota de duda respecto de un eventual desalineamiento de precios relativos y constituye, en su opinión, una materia cuya evolución es sumamente relevante monitorear en el corto plazo.

Finalmente, el Presidente señor José de Gregorio destaca que, en el ámbito internacional, las perspectivas para la economía mundial han mejorado, aunque estima que debiera esperarse alguna corrección a la baja dada la fuerza del terremoto en Japón, que no solo tendrá implicancias sobre el ritmo de crecimiento de los socios comerciales de Chile, sino que debiera afectar también los precios de activos financieros y *commodities*. Con todo, manifiesta que la evidencia no apunta a una reversión significativa del escenario actual consistente en un crecimiento robusto, aunque desbalanceado entre grupos de países en términos de su posición cíclica, y elevados precios de *commodities*. En lo más reciente, y en parte por las tensiones del Medio Oriente, indica que el petróleo ha continuado subiendo, aunque se observa cierta disminución en los precios internacionales de los cereales y granos, en particular el trigo.

Señala que, a nivel interno, la actividad sigue mostrando un dinamismo similar al anticipado en el último IPoM y que las brechas de capacidad se encontrarían cerradas. Por otro lado, hace presente que la acelerada creación de empleo empieza a indicar estrecheces en el mercado laboral, en particular, dada la evolución de los costos de la mano de obra, lo que podría tener repercusiones negativas sobre los costos. Desde el punto de vista inflacionario, comenta que la evolución de la inflación ha estado dentro de los rangos esperados, especificando que la inflación del IPC se ubica algo por debajo de la meta y que la inflación del IPCX1 se encuentra aún bajo el 1%. No obstante, estima que, en los meses siguientes, y como resultado de los elevados precios internacionales de *commodities*, se observarán probablemente registros algo más altos que los esperados. En todo caso, plantea que no es esperable que la propagación sea similar a la observada en el ciclo anterior del precio de los *commodities* de los años 2007-2008. Al respecto, precisa que el tipo de cambio se mantiene



relativamente estable y que los ajustes de precios ocurridos en años anteriores indican que existiría un margen mayor al de aquel entonces para absorber aumentos de costos sin presiones de precios.

No obstante, el señor Presidente subraya que las expectativas de inflación han estado aumentando, en especial en plazos más cortos, consistente con los aumentos de precios externos. Por su parte, indica que las compensaciones inflacionarias, que hace unas semanas se incrementaron, han mostrado elevados grados de volatilidad, lo que impide sacar conclusiones muy definitivas de estas fluctuaciones, en especial dado que, tal como se indicó durante la mañana, están contaminadas por primas de riesgo más elevadas ante incertidumbres en la evolución de los precios.

Destaca que el mayor riesgo que se enfrenta en la coyuntura actual es un mayor traspaso de las alzas de precios de los *commodities* al resto de los componentes del IPC, siendo ello, precisamente, lo que estaría reflejando los aumentos de las expectativas de inflación de corto plazo. Agrega que si bien la aprobación del SIPCO y la posible reversión parcial de los aumentos de los precios agrícolas deberían mitigar en parte las alzas de los precios domésticos y las expectativas de inflación, no será lo que garantice el cumplimiento de la meta, en particular, porque los riesgos inflacionarios ocurren en un contexto en que la economía chilena está operando a plena capacidad. Enfatiza que es por ello que el Consejo necesita de acciones de política monetaria que eviten que se produzcan aumentos de las expectativas inflacionarias y efectos de segunda vuelta que puedan poner en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Para ello, considera que lo prudente sería apurar el ritmo de normalización de la política monetaria, dado el vigor del crecimiento interno, por cuanto esto debiera reafirmar el hecho que, para el Banco, el principal objetivo es la meta de inflación, lo que es una garantía para el buen desempeño económico y evita tener que hacer ajustes más severos de la política monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio expresa que es por lo anterior que su voto es por aumentar la TPM en 50pb, para llevarla a 4,0%, reiterando el último párrafo del Comunicado, que deja abierta la opción de mantener un ritmo de aumentos de tasas más rápido que el que se traía hasta el mes pasado, pero también deja abierta las opciones hacia ajustes menores.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que existe consenso por aumentar la tasa de política monetaria en 50pb, hasta 4,0% anual.

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

167-01-110317 – 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 4,0% anual.

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 4,00% anual.



En el ámbito externo, las tensiones políticas en los países árabes y el terremoto y tsunami en Japón, han provocado mayor incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros y de materias primas. Aunque persiste la preocupación respecto del riesgo financiero de algunos países europeos, 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 positivamente. 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, ha provocado un aumento de 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 17:40 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

