



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 183  
celebrada el día jueves 15 de marzo de 2012

---

En Santiago de Chile, a 15 de marzo de 2012, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asisten también:

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 183, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2012 para el día 13 de ese mes.



Asimismo, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín le informó que no asistirá a la presente Reunión, pero que hará llegar su opinión y comentarios a través de su Asesor señor Rodrigo Cerda.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, señala que continúa la recuperación de las condiciones financieras globales, por cuanto los premios por riesgo en economías desarrolladas y emergentes han caído, la volatilidad ha tendido a descender y se observan, además, una reducción de premios por liquidez y avances en las bolsas.

En segundo lugar, informa que se ha efectuado un monto cercano al 95% del canje de bonos griegos, con el propósito de llevar su deuda pública a niveles cercanos al 120% del PIB. Agrega que el International Swaps and Derivatives Association, ISDA, lo declaró como evento de incumplimiento crediticio, haciéndose exigible el pago de los CDS de esa economía.

Plantea, además, que los indicadores de actividad son positivos en Estados Unidos de América, mientras que en Europa reafirman su debilidad. Añade que China, en tanto, evidencia signos de moderación en su crecimiento.

A título de último desarrollo relevante, destaca los aumentos de los precios internacionales de los combustibles y alimentos.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, refiriéndose pormenorizadamente al canje de la deuda griega. Al respecto, indica que el monto del canje asciende a un total de 172 billones de euros, de los cuales 152 billones se efectúan bajo la ley griega y los otros 20 billones, conforme a la ley internacional. Agrega que con motivo de la ejecución de las cláusulas de acción colectiva para aquellos bonos emitidos bajo la legislación griega, se produjo el canje de alrededor del 95% del total de tales títulos.

Reitera que ello fue identificado como un evento de crédito, lo que generó el pago de los CDS de esa economía.

Asimismo, informa que durante la presente semana se ha materializado el canje de títulos griegos que participaron del proceso y que inclusive, estos nuevos títulos ya se transan en los mercados. Indica que si bien se estimó que el rendimiento de los nuevos instrumentos, que corresponden a veinticuatro, oscilaría entre 17% y 22%, actualmente se transan a una tasa que fluctúa en 17% y 13%, según su plazo, lo que implica de todas formas diferencias por concepto de premios de riesgo de crédito relativamente elevados, por sobre los 1.000 puntos base, aproximadamente.

Por último, comenta que en este canje de deuda participaron los principales bancos y fondos de pensiones griegos y también los otros bancos tenedores de este bono europeo, tales como Deutsche Bank, BBVA, BNP, Paribas y Commerzbank.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si los nuevos bonos que se emitieron con motivo del canje quedan sujetos a la ley griega.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan precisa que se emiten conforme a ley inglesa, que es más favorable respecto a los acreedores en caso de que no sean pagados.





El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, destacando que los CDS soberanos han tendido a disminuir luego de encontrarse en niveles elevados a fines del año pasado. Hace notar que ello se observa especialmente en Estados Unidos de América, el Reino Unido y Alemania, y con menor claridad en España.

Agrega que los CDS de las economías emergentes también exhiben caídas significativas y que ellas son aún más intensas en el caso de los CDS al plazo de 5 años de algunos bancos comerciales europeos, tales como el BBVA y el UniCredit, así como también en el caso de los bancos norteamericanos, entre los que menciona a JPMorgan Chase, Bank of America y Citigroup.

Asimismo, destaca que la volatilidad continúa disminuyendo y que los premios por riesgo corporativo han retrocedido. Sobre este aspecto, precisa que el VIX se encuentra en torno a 16%, que es el nivel más bajo del último año, y que la caída de los premios por riesgo se observa en todas las regiones.

Hace presente que los premios por liquidez bancarios también muestran descensos importantes. Al respecto, especifica que esta caída es muy significativa en la Zona Euro, luego de haber alcanzado niveles elevados hacia el último trimestre del año pasado, y que si bien ella también es importante en Estados Unidos de América, estos premios aún son superiores a los promedios históricos, revelando que todavía se observan ciertas tensiones en los mercados.

El señor Sergio Lehmann menciona que lo anterior se encuentra en línea con una demanda relativa de dólares estadounidenses en relación con otras monedas que se modera.

Comenta que en Europa, la tasa *on-shore* en dólares también ha tendido a estabilizarse en todos los plazos, esto es, a tres, seis y doce meses.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si existe alguna evidencia más concreta respecto del uso que han dado los bancos comerciales a los recursos obtenidos de la LTRO, aparte, por cierto, de los depósitos que ya han efectuado en el Banco Central Europeo.

El señor Sergio Lehmann indica que si bien una parte importante de los recursos volvieron, efectivamente, al Banco Central Europeo, retornaron luego al mercado a través de un proceso gradual de colocación de recursos por parte de los bancos comerciales, evidenciando algún grado de efectividad en la colocación de liquidez por parte de dicho Organismo.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón explica que, en términos teóricos, cuando el Banco Central Europeo efectúa una emisión de títulos, estos recursos igualmente retornan de alguna forma a la Institución.

El Presidente señor Rodrigo Vergara informa que en una reunión sostenida en el día anterior con el Vicepresidente del Banco de España, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan tuvo la oportunidad de preguntarle directamente respecto de los bonos emitidos por el Gobierno Español, por lo que solicita que dé a conocer al Consejo la respuesta dada por dicho personero.

El señor Kevin Cowan hace presente que los bancos españoles compraron alrededor de 45 mil millones de euros en bonos públicos de ese país entre los meses de diciembre del año pasado y enero último, y que aun cuando se considera que es un monto





elevado, el Vicepresidente del Banco de España consignó que representa un porcentaje bajo en relación con la base de activos de esa economía.

Agrega que según los datos del Banco Internacional de Pagos, Italia efectuó compras de títulos por un monto de 15 mil millones de euros, aproximadamente.

De acuerdo con lo anterior, sostiene que existe alguna evidencia de que parte de ello constituye un retorno que obtienen los bancos que aprovechan la tasa de 5% anual que obtienen en el bono español y luego, para financiar esa operación, captan fondos al 1% anual.

En opinión del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, se debe considerar también el contrafactual, en razón que si los bancos no hubieran podido acceder a este financiamiento, igualmente habrían estado obligados a obtenerlo del mercado o a liquidar activos, por cuanto tenían un número considerable de vencimientos de sus pasivos durante este año. Explica que con la LTRO obtuvieron el financiamiento que les permite colateralizar sus obligaciones en el Banco Central Europeo.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, mencionando que en las economías emergentes también se advierte un grado de normalización de las tasas *on-shore* en dólares estadounidenses.

Por otra parte, destaca que continúa la recuperación de las bolsas y, en particular, los aumentos significativos en Estados Unidos de América, Reino Unido, Francia, Brasil y Chile. Añade que ello es coherente con incrementos en los flujos de capitales, en especial, en Asia emergente y América Latina.

En materia de tasa de interés, indica que las tasas de largo plazo registran caídas en Alemania, mientras que en Estados Unidos de América no exhiben cambios significativos.

Respecto a los movimientos de tasas de política monetaria, subraya el predominio de las pausas en el relajamiento monetario entre los países que se analizan habitualmente, consignando que el único aumento, de 25 puntos base, se produce en el caso de Colombia y destacando también la disminución de 25 puntos base acordado en Suecia y Noruega y de 75 puntos base en Brasil. En cuanto a Suecia y Noruega, informa que sus decisiones se fundamentan en un efecto en actividad derivado de la situación europea. Además, comenta el caso de India, que durante la presente jornada acordó mantener su tasa de política monetaria, TPM, en circunstancias que la semana anterior anunció una reducción del encaje bancario, con el objeto de proporcionar algún estímulo a su economía.

Sin perjuicio de lo anterior, manifiesta que de acuerdo a las encuestas efectuadas a analistas, se espera algún mayor estímulo monetario. Indica que en el caso particular de América Latina, destacan las expectativas de rebaja en Perú y algunas disminuciones adicionales en Brasil; que en Asia y Oceanía se muestran estables; y que en las economías desarrolladas, los contratos futuros reflejan que no hay cambios significativos respecto al mes anterior.

El señor Sergio Lehmann se refiere nuevamente a la operación LTRO del Banco Central Europeo, precisando que alcanzó a 529,5 billones de euros y que elevó su balance a una cifra superior a 3 trillones de euros.

Además, señala que la mitad de las monedas que se analizan se han apreciado con respecto al dólar estadounidense y subraya las depreciaciones del real brasileño y del yen, de 4,19% y 4,83%, respectivamente. Con respecto al yen, especifica que dicha depreciación se vincula fundamentalmente con operaciones de provisión de liquidez en





dicha moneda y a señales de las autoridades japonesas que apuntan a lograr una inflación en torno a 1% anual en adelante.

En cuanto a indicadores de actividad, destaca que son más favorables en el caso de Estados Unidos de América. De hecho, informa que siguiendo la práctica semanal, al inicio de la presente jornada se dio a conocer el dato de subsidios de desempleo, que da cuenta de una caída y reflejan que el mercado laboral de esa economía está mostrando un mayor dinamismo. Agrega que el registro del PIB fue superior al anticipado y que la confianza de los consumidores también ha aumentado. Hace notar que igual situación se observa en Alemania, donde las ventas minoristas se han incrementado y la encuesta ZEW da cuenta de una perspectiva más positiva para esta economía en particular.

Sin embargo, plantea que en la Zona Euro, en general, el PMI refleja que sus economías siguen mostrando una marcada debilidad. Añade que en China se advierten claras señales de moderación en su crecimiento; que las autoridades han ajustado su meta de crecimiento a la baja, hasta 7,5%, lo que se ha interpretado como una menor disposición a aplicar estímulos a la actividad; que la producción industrial, las ventas minoristas y los precios de las viviendas también exhiben una desaceleración, al igual que las exportaciones, en especial respecto a las tasas que se observaron en los años 2010 y 2011.

El señor Sergio Lehmann indica que, en términos agregados, la producción industrial en las economías desarrolladas se encuentra bastante plana, mientras que en las emergentes se mantiene su aumento.

Con respecto a los PMI manufacturero y de servicios, precisa que los últimos datos reflejan una desaceleración de la actividad industrial, en tanto que en servicios predominan más bien los incrementos.

Respecto al empleo, subraya el fortalecimiento de la creación de empleo en Estados Unidos de América, el relativo dinamismo del mercado laboral en Alemania, y alguna recuperación en el margen en las economías emergentes.

No obstante, hace presente que si bien el mercado laboral norteamericano exhibe indicadores positivos, reafirmados por los datos de subsidio de desempleo, las tasas de desempleo siguen en niveles relativamente elevados en términos históricos, tal como lo reconociera el Presidente de la Reserva Federal don Ben Bernanke en las últimas semanas.

En cuanto a las tasas de desempleo de las principales economías y regiones, reitera que las señales no son positivas, particularmente en el caso de Zona Euro, donde se observan aumentos importantes; que se advierten algunas excepciones, como es el caso de Estados Unidos de América y de las economías emergentes, entre las cuales destaca particularmente la situación del mercado laboral brasileño.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al análisis relativo al empleo en Estados Unidos de América, en cuanto a si la creación de empleo se asocia a las señales de actividad. En segundo término, consulta por la relación en que la caída en el desempleo se vincula con una fuerte creación de puestos de trabajo o si ella obedece a una disminución importante de la fuerza laboral.

El señor Sergio Lehmann consigna que son dos los componentes que explican la caída en la tasa de desempleo en Estados Unidos de América y que ellos corresponden a la menor fuerza de trabajo y la mayor creación de empleo. Al respecto, precisa que, efectivamente, existen señales que dan a entender que personas que buscaron empleo durante un tiempo prolongado, finalmente se excluyeron de la fuerza de trabajo, pero que, en todo caso, los datos de creación de empleo han sido positivos en los últimos meses.





Sin embargo, hace presente que la creación de empleo, que está situada en torno a los 200 mil puestos de trabajo, está por debajo o recién alcanza los niveles esperados en fases de recuperación.

Asimismo, plantea que hay una brecha importante, porque la masa de desempleados es muy significativa. Por lo tanto, señala que las tasas de creación de empleo debieran ser algo más altas para efectos de cerrar más rápidamente la brecha que está registrando este mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la creación de empleo respecto del dinamismo de la actividad.

El señor Sergio Lehmann responde que dada la posición en que se encuentra la economía norteamericana, 200 mil empleos resulta ser una cifra relativamente moderada. Agrega que recién se podrá hablar de una recuperación vigorosa en Estados Unidos de América cuando el nivel de empleo crezca a niveles en torno a 300 mil puestos de trabajo, que es lo que se ha observado en fases de recuperación económica más importantes.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que los datos de desempleo provienen de una fuente distinta que los datos de creación de empleo, que corresponde a la encuesta de los consumidores y que muestra una creación más rápida de empleo. En consecuencia, plantea que es posible que estos datos disminuyan más adelante y se nivelen con los provenientes de los establecimientos, que tienden a ser un poco más estables y que, por lo demás, son equivalentes a la tasa de desempleo en Chile.

En síntesis, indica que es probable que la caída en la tasa de desempleo sea exagerada, porque proviene de los informes de las encuestas a los consumidores.

En segundo lugar, menciona que la primera parte de la recuperación de la economía fue intensa en términos de crecimiento del PIB, pero baja en cuanto al crecimiento del empleo, mientras que durante el último año, esa relación se ha revertido, porque Estados Unidos de América creció por debajo de su potencial y el ritmo actual de incremento del empleo estaría en línea con su potencial. En razón de ello, indica que una de las interpretaciones consiste en que parte del progreso de la productividad en los últimos meses se ha revertido por esta discrepancia entre el crecimiento de la actividad y del empleo.

Sostiene que una alternativa es que ello sea característico de lo que acontece en aquellos ciclos económicos en que se produce un primer repunte en la productividad y después aumentan las utilidades de las empresas y se genera más empleo.

Agrega que la observación de la FED radica en que de acuerdo con los últimos datos, la ley de Okun no se estaría cumpliendo por esta discrepancia entre el crecimiento que se encuentra por debajo del potencial y el empleo que está creciendo al potencial e incluso por encima de este, según lo que reflejan las encuestas a los consumidores.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, señalando que el mercado inmobiliario aún no muestra signos claros de recuperación en Estados Unidos de América. Al respecto, precisa que si bien ha disminuido la morosidad por categorías de crédito, esta continúa en niveles relativamente altos, que las ventas de viviendas siguen siendo débiles pero que el tiempo de venta ha disminuido, con motivo de que la construcción de viviendas también ha tendido a detenerse.

En materia de actividad, recalca que los indicadores líderes muestran una leve mejora en el primer trimestre del presente año tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos de América. Agrega que en este último país, se advierte un leve repunte del PIB al cierre del





año 2011 y para los meses venideros, en tanto que el ISM superior a 50 indica que se registrarían aumentos moderados de actividad en los próximos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa su interés en contar en adelante con indicadores de precios relativos relevantes. A título ejemplar, alude a los costos laborales unitarios y a los salarios reales, que son claves para apreciar temas de asignación de recursos internos. A su juicio, ellos contribuyen a mejorar la capacidad de análisis del Banco.

El señor Sergio Lehmann exhibe a continuación el *heat map* referido al PIB que se contiene en la lámina N° 26 de la presentación y que da cuenta que las brechas del producto continúan reflejando una desaceleración global. Con respecto a la Zona Euro, destaca que aparece con crecimientos que están por debajo de su tendencia, confirmando que se encuentra en recesión. Asimismo, resalta lo relativo a la desaceleración que se proyecta en las economías emergentes durante el primer trimestre de este año, como es el caso de China y Brasil.

En cuanto a la inflación, señala que esta se mantiene en las economías desarrolladas y en América Latina, y que tiende a caer en Europa emergente y en Asia emergente. Agrega que en el *heat map* correspondiente, que da cuenta del grado de desvío de los niveles de inflación de las economías analizadas respecto de su *target*, destacan algunas economías asiáticas, cuyos registros son inferiores al límite inferior de sus rangos meta pertinentes, mientras que las economías de Europa emergente figuran con niveles de inflación algo más elevados y las latinoamericanas con una situación mixta, donde destaca Perú al registrar niveles de inflación superiores al margen superior de su rango meta.

En cuanto a las expectativas inflacionarias, hace presente que para el año 2012 han aumentado las proyecciones respectivas para las economías emergentes y latinoamericanas y, en especial, para Europa emergente, mientras que estas se han revisado a la baja en el caso de Asia, influenciadas, en parte, por China. Indica que para el año 2013, en tanto, se esperan alzas en América Latina y ligeros aumentos también en las economías desarrolladas.

En relación con los precios de *commodities*, resalta las alzas en los precios de los no metálicos, particularmente combustibles y alimentos. Agrega que la gasolina registra un aumento cercano a 7%, lo mismo que el petróleo Brent, y que entre los alimentos, sobresale el alza del maíz, de 4% aproximadamente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere a los gráficos que se contienen en la lámina N° 30 de la presentación y solicita que se precise lo que representa el área sin relleno.

El señor Sergio Lehmann explica que dicha área corresponde a la variación máxima registrada durante el mes, mientras que la barra completa representa la variación entre la Reunión de Política Monetaria pasada y la del día de hoy. De acuerdo con ello, precisa que aumentaron los índices de energía, así como el de granos y cereales, y que el de metales no registró mayor variación.

Con respecto a los índices FAO alimentos y cereales exhibidos en la lámina N° 30 antedicha, que corresponden al cierre del mes de febrero, precisa que dan cuenta de un leve aumento respecto del cierre de enero último, destacando particularmente el componente cereales, seguido por azúcar y aceites, mientras que los lácteos presentan ligeras caídas y las carnes ninguna variación.





Señala que los perfiles de futuros del índice FAO de alimentos se corrigen ligeramente al alza por los datos efectivos y que en el caso de los cereales, este incremento es de carácter más bien transitorio.

En cuanto a metales, acota que anotan caídas durante el último mes, particularmente el estaño y níquel. Agrega que el cobre permanece sin mayor variación, pero acumula un alza cercana a 10% en el presente año.

Al concluir su presentación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a los futuros de combustibles. Sobre el particular, precisa que el perfil para el precio del petróleo Brent se encuentra más elevado que el observado en la RPM pasada. Hace notar que en el caso de la gasolina se advierte un comportamiento similar, esperándose nuevas alzas en los próximos meses, asociadas, en gran parte, a la estacionalidad que presenta en Estados Unidos de América, ya que en el período marzo - abril comienza a incrementarse la demanda por razones estacionales. De acuerdo con lo anterior, informa que el precio en dólares por metro cúbico de gasolina podría alcanzar los niveles registrados en el año 2008. Por último, señala que el perfil para el precio del cobre no registra cambios respecto de lo observado en la RPM anterior.

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

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que la consolidación de un escenario más optimista en varios ámbitos no solo descansa en la disminución de la probabilidad de ocurrencia de un evento catastrófico en Europa, sino que también en los mejores datos económicos de Estados Unidos de América. No obstante este panorama, le llama la atención que las autoridades de la Reserva Federal declaren que la recuperación es menor que la que los datos indican y que, en este sentido, su reacción sea muy cautelosa ante un optimismo generalizado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que le otorga una probabilidad relevante a que las economías más desarrolladas se encuentren en un proceso extenso de *muddling through*, por cuanto no advierte aún elementos de ajuste estructural lo suficientemente poderosos que permitan sostener un retorno a la normalidad en materia de crecimiento.

No obstante, manifiesta que su interpretación de los gráficos que se contienen en la lámina N° 8, relativos a los *spreads* Libor – OIS, refleja que los bancos están dispuestos a concederse préstamos entre sí con primas de riesgo bajas en los plazos cortos, lo cual lo hace ser más optimista respecto de la situación financiera futura de Estados Unidos de América y la Zona Euro.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita mayor información respecto de Perú y Brasil, ya que no obstante que su inflación supera sus metas respectivas, estarían reduciendo sus tasas rectoras.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que por la forma como se elaboran las estadísticas, se afirma que Europa o la Zona Euro se encuentran en recesión. No obstante, las cifras exhibidas dan cuenta de realidades disímiles entre los países de esta región, ya que, por un lado, se aprecian diferenciales de tasas de interés de 300 puntos base y, por otro, aparece Alemania y, en menor medida, el Reino Unido, mostrando un fortalecimiento en la creación de empleo. En razón de ello, es de opinión que debería subdividirse esta región para efectos del análisis, con el objeto de que la visión agregada de este continente no oculte realidades que son más auspiciosas.





Con respecto a las tasas de política monetaria imperantes en América Latina, manifiesta que si bien los ciclos de Chile, México y Colombia no son idénticos, genera tranquilidad saber que Chile está, comparativamente, en la parte alta del rango.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que si bien los datos de actividad son razonablemente buenos, no son lo suficientemente mejores para modificar las proyecciones. Indica que por el lado financiero, en cambio, el estímulo monetario acordado por el Banco Central Europeo y la mayor disposición a asumir riesgos por parte de los miembros de la Unión Europea, están cambiando la situación, lo cual queda claramente de manifiesto en los mercados financieros. A su juicio, ha disminuido la probabilidad del escenario catastrófico, que constituyó la mayor preocupación durante largo tiempo.

En segundo lugar, alude a una nota aparecida en la última edición del Financial Times, que señala que el precio del cobre actual responde a los problemas de producción en Chile. A su juicio, si este comentario está en lo cierto y si a ello se suman problemas de eventuales paralizaciones de labores o de otro orden, el panorama se tornará más complejo para el país, razón por la cual destaca la necesidad de efectuar un estrecho seguimiento a la evolución de la producción y precio de este metal.

El señor Sergio Lehmann procede a responder las consultas y comentarios formulados por los señores Consejeros.

En lo referente a lo planteado por el Presidente señor Rodrigo Vergara, confirma que se espera una reducción de las tasas de política monetaria en América Latina, especialmente en Perú y Brasil. Precisa que en el caso particular de Perú, si bien la inflación en doce meses supera el rango meta, la inflación mes a mes da cuenta de una desaceleración que es coherente con una caída de la actividad. Agrega que en Brasil, la actividad exhibe una marcada desaceleración y que en materia de inflación, si bien volvió a su rango ubicándose ligeramente por debajo del límite superior, se espera una desaceleración producto de la menor actividad.

Con respecto a Alemania, aclara que existen evidencias de una disminución de la actividad producto de las tensiones que se están observando en Europa, y que si bien su tasa de desempleo se encuentra en niveles históricamente bajos, el dato en el margen de creación de empleo da cuenta de una desaceleración.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda menciona que hace algún tiempo, el margen de refinación o *crack spread* presionaba el precio de las gasolinas, mientras que los gráficos que se contienen en la lámina N° 34 dan cuenta que registra un aumento similar al del petróleo, tanto Brent como WTI. Al respecto, consulta si el *crack spread* exhibe algún cambio que haya llevado a reducir las presiones en la oferta de petróleo.

El señor Sergio Lehmann responde que el *crack spread* debió haber experimentado una tendencia a la baja en los meses recientes, pero que ello no aconteció producto fundamentalmente del cierre de algunas refinerías. En otros términos, plantea que existen factores de oferta que afectaron la evolución del precio de la gasolina en los últimos meses. Hace presente que para los próximos meses predominan los factores de demanda por un tema estacional y que ellos explican un aumento en el perfil de futuros de la gasolina, que se traduce en un precio de la gasolina más alto para los estándares históricos.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta si el petróleo WTI es el valor más relevante para los precios internos de la gasolina.

El señor Sergio Lehmann explica que se efectuaba habitualmente por parte de esa Gerencia el seguimiento al petróleo WTI, por su mayor relevancia en la definición del precio de la gasolina; no obstante, producto de un elemento coyuntural asociado a los





inventarios de este tipo de petróleo y a la dificultad para transportarlo a otras regiones, perdió alguna relevancia y se produjo un desacople entre el precio del petróleo Brent y WTI fuera de los parámetros históricos. Por la razón expresada, manifiesta que actualmente, es el precio del petróleo Brent el que entrega mejores señales respecto del mercado del petróleo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera acota que, actualmente, el precio del petróleo Brent está mejor relacionado con el precio de gasolina en el Golfo de México que el del WTI.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier plantea que la ENAP, por contrato, fija sus precios sobre la base del Brent.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los *crack spreads* resultan ser más estables al medir la gasolina respecto al petróleo Brent que hacerlo sobre la base del petróleo WTI.

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

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

En primer término, indica que el IMACEC correspondiente al mes de enero sorprendió al alza, confirmando la visión de una cierta reaceleración de la actividad hacia fines del año 2011.

En segundo lugar, comenta que las distintas medidas de confianza, tanto de consumidores como de empresas, han continuado mejorando.

En materia de inflación, señala que el registro correspondiente al mes de febrero sorprendió al alza y que las expectativas inflacionarias también se han movido en dicha dirección, lo mismo que la curva *forward*.

Agrega que los mayores precios de perecibles y combustibles, sumados a las mayores alzas esperadas en la inflación subyacente, han llevado a corregir la proyección interna hacia la parte superior del rango de tolerancia hasta el fin del horizonte de proyección de corto plazo.

A título de último elemento destacado del período, informa que para esta Reunión, el mercado espera unánimemente una mantención de la TPM en 5%.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, reiterando que el IMACEC correspondiente al mes de enero reafirmó la idea de una cierta reaceleración de la actividad hacia fines del año pasado. Indica que junto con ello, se observa una mejora generalizada en las expectativas de las empresas y de los consumidores.

Hace notar que si bien la percepción de riesgo en el mundo ha retrocedido de manera clara y significativa desde comienzos del presente año, el indicador sintético de riesgo de Chile no ha reflejado esta baja. Respecto de este último, menciona que si bien no llegó a aumentar en la misma magnitud que el indicador internacional, en lo más reciente se ha mantenido relativamente estable, en parte, porque los *spreads* de los créditos externos que toman los bancos han seguido en niveles relativamente elevados, reflejando, por tanto, que aún no se advierte un claro alivio en el margen.





El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta cierto grado de preocupación respecto de este indicador, por cuanto está dando cuenta de una situación distinta de la que se percibe. En su opinión, sería necesario revisar la forma como la Gerencia de División de Estudios construye este indicador. Además, plantea que matizaría parte del título de la lámina N° 39 de la presentación, que señala que "en Chile aún se percibe *stress* financiero", porque, a su juicio, el aumento de los *spreads* no corresponde a un *stress* financiero, sino que a un *repricing* de riesgo.

El señor Claudio Soto acota que, internamente, los *spreads* se han mantenido elevados y que a nivel externo tampoco han disminuido.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita que se confirme si los *spreads* externos continúan en niveles elevados.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que los *spreads* de los financiamientos externos no se han revertido, como sí lo han hecho los *CDS* de los bancos en el exterior, y que se mantienen cercanos a los 90 puntos base, esto es, 40 puntos base sobre lo normal en términos históricos.

El señor Claudio Soto agrega que el nivel actual de los *spreads* locales se explica por los *spreads* de los bonos corporativos AA y A, como también por la mantención de los *spreads* entre las tasas de captación y colocación, por cuanto las primeras no han subido y las segundas tampoco han disminuido.

Con respecto al título de la lámina N° 39, reconoce que el término "*stress*" resulta ser excesivo. Aclara que se ha querido transmitir la idea que las condiciones financieras en Chile no se han movido *pari passu* con el relajamiento que se observa en el mundo, y que ellas se mantienen en niveles coherentes con los registrados desde fines del año pasado, que tampoco correspondieron a un *stress* tan significativo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace el alcance que este indicador de riesgo interno no considera la tasa *prime swap*, que fue el indicador clave a fines del año pasado y que sí se ha relajado, aunque en el último mes también ha presentado un leve incremento.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que las expectativas de inflación que se obtienen del indicador sintético, dan cuenta de un alza incipiente en la punta, que es más moderada que las registradas durante los primeros meses del año pasado.

Además, informa que, junto con las sorpresas inflacionarias y de actividad y la percepción de mejores condiciones en el mundo, se advierte un claro desplazamiento al alza en la curva *forward*, que obedece a que el mercado está descartando reducciones de tasas en los próximos meses.

Con respecto a la actividad, comenta que el sector comercio exhibe velocidades relativamente estables desde mediados del año pasado, mientras que la industria, que registró una caída importante a partir de entonces, muestra una incipiente recuperación, llevando, de hecho, a modificar levemente la proyección para el primer semestre del presente año.

Asimismo, destaca la reactivación del sector construcción, asociado, en gran medida, a vivienda y edificación. Añade que aun cuando no se cuenta todavía con los antecedentes que permiten separar claramente cuánto de ella corresponde a obras de ingeniería y cuánto a vivienda, se puede afirmar que hay un componente de esta última que está empujando el indicador al alza.





En relación con las colocaciones, señala que las de consumo se han desacelerado. Manifiesta que esta caída, así como los datos de importaciones, que dan cuenta que las correspondientes a bienes de consumo registran una disminución gradual y las de bienes de capital una de carácter más significativo, sugieren una eventual desaceleración de la demanda.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por el ritmo de crecimiento de las colocaciones de consumo, a lo cual el señor Claudio Soto responde que su velocidad de expansión es inferior al 1%. El señor Luis Óscar Herrera acota que en los últimos tres meses, dicha velocidad fue de 1% en términos mensuales y de 12% en doce meses, mientras que el promedio del año pasado alcanzó a 18%.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por las señales que están entregando los indicadores del sector construcción, como el referido a los meses para agotar *stock* o el *stock* de viviendas.

El señor Claudio Soto precisa que en una perspectiva histórica, el indicador relativo a los meses para agotar *stocks* permanece elevado, porque luego de la crisis, hubo mucha construcción y las ventas cayeron de manera importante y, por lo tanto, los *stocks* se mantuvieron altos. No obstante, informa que estos últimos han ido retrocediendo por una conjunción de alzas en las ventas y la moderación previa que hubo en la construcción, lo cual podría sugerir que la velocidad a la cual se expande la oferta no es tan alta, y que ahora podría estar incidiendo en algún grado de reacceleración de la reconstrucción y la construcción de obras, como es el caso de aquellas ligadas a la minería.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta su sorpresa respecto de la mantención del indicador antedicho en niveles relativamente altos. El señor Claudio Soto aclara que este ha caído, pero que en una perspectiva global de los diez últimos años, no está en niveles particularmente bajos.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán formula algunos reparos respecto del fraseo empleado en algunas láminas de la presentación. Señala que en la N° 42 se indica que "El comercio mantiene trayectoria de expansión estable mientras que industria muestra signos de recuperación", en circunstancias que los gráficos que allí se contienen dan cuenta que el comercio está plano en la punta y que la industria no registra variación. En su opinión, luego de revisar el gráfico relativo a construcción, que se contiene en la lámina N° 43 siguiente, y que exhibe el crecimiento del sector, parecería prematuro hablar de desaceleración de la demanda.

En cuanto a la lámina N° 45, cuya leyenda es "Datos de importaciones también dan indicios de desaceleración en el crecimiento de la demanda", recuerda que en una reunión reciente del Informe de Política Monetaria, IPoM, se mencionó que dicha desaceleración obedecería a un cambio deseado en los inventarios, lo cual no necesariamente significa que haya una menor demanda interna. A su juicio, este fraseo lleva a pensar que son otros los indicadores que dan cuenta de ello, en circunstancias que, salvo la desaceleración en las colocaciones de consumo, no advierte de la presencia de otros elementos que estén reflejando una desaceleración en la demanda interna.

Con respecto al comentario relativo a la lámina N° 45, el señor Claudio Soto sostiene que este también hace referencia a las colocaciones. En cuanto a las importaciones asociadas a inventarios, aclara que estas no han sido incluidas en esta lámina. Explica que el componente denominado "Resto de importaciones" es el que se asocia a inventarios, y registra caídas y *flip flops*. Agrega que las importaciones de bienes de capital, que están muy directamente relacionadas con las inversiones en maquinarias y equipos, podrían estar retrocediendo.





El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, a diferencia de la percepción del *staff*, no advierte una desaceleración de la demanda con estos datos. El señor Claudio Soto indica que esta se ha desacelerado a una velocidad más lenta que lo anticipado, ya que sigue una trayectoria con tasas de crecimiento interanuales a la baja.

El señor Vicepresidente, si bien concuerda con que la demanda se ha desacelerado en doce meses, plantea que lo relevante es que siga disminuyendo, lo cual no queda de manifiesto según las cifras expuestas.

A juicio del Consejero señor Joaquín Vial, se debe tener presente que estas cifras recogen decisiones de compras adoptadas algunos meses atrás y que al término del año pasado se tuvo un *soft patch*, razón por la cual no sería sorprendente que, en ese momento, haya predominado un ánimo más conservador. En su opinión, si bien las cifras expuestas no dan cuenta de un movimiento al alza, ello no significa que se mantendrán sin variación.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que la velocidad de la demanda interna fue del orden del 5% en el último trimestre.

El señor Claudio Soto hace presente que la demanda está contaminada por los inventarios, pero que el componente más persistente de la demanda, que es el consumo privado, muestra que las tasas de velocidad han ido cayendo. Añade que si bien se esperó que la desaceleración del consumo durable fuera significativamente mayor que la efectiva, aún es elevada.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que deben analizarse el consumo total y el consumo de durables.

En opinión del Vicepresidente señor Manuel Marfán, es importante tener claridad respecto del comportamiento del consumo para efectos de elaborar las proyecciones.

El señor Claudio Soto acota que las estimaciones internas apuntan a que la construcción seguiría con velocidades relativamente altas, mientras que la inversión en maquinarias y equipos se desaceleraría luego que los *stocks* llegaron a niveles muy elevados.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue su presentación, destacando que las proyecciones de crecimiento y de la demanda de corto plazo se han corregido al alza. Al respecto, precisa que al comparar la proyección en base fija que se tenía en el mes de febrero último con la actual, se observa que la proyección del PIB se ha corregido marginalmente al alza, desde un 4,6% a un 4,7% para el primer trimestre de este año, y desde un 3,7% a un 4,1% para el segundo; y que la demanda interna también se ha corregido al alza, porque su desaceleración es más gradual que la considerada anteriormente. En todo caso, recalca que la corrección más importante se observa en el primer trimestre del presente año, debido a que la desaceleración de inventarios del cuarto trimestre del año 2011 sería de carácter transitoria y, por tanto, se revertiría, quedando reflejado en la diferencia entre la demanda interna y la demanda final.

Agrega que las perspectivas de la demanda final no varían mayormente, porque excluye inventarios, mientras que las proyecciones de la demanda interna, que sí los considera, se corrigen al alza en el primer trimestre, porque el supuesto es que los inventarios se recuperarían de en esta parte del año.





El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que, al considerar los multiplicadores *keynesianos* para determinar los efectos sobre la demanda interna, se observa que una caída del componente importado de la inversión sobre las presiones inflacionarias es equivalente al componente nacional del precio o del intermediario y, por lo tanto, no otorga un alivio relevante ante eventuales presiones inflacionarias. Por el contrario, destaca que el componente de la construcción es de carácter interno, excepto por los componentes importados que eventualmente podría tener dicho sector, y, en consecuencia, en la parte del gasto y de la demanda, que es la que interesa para efectos de las presiones inflacionarias, el referido componente importado de la inversión —maquinarias— debe tener una ponderación menor que la construcción.

El señor Claudio Soto indica que en razón de ello se atiende al PIB como guía para las brechas, porque, en el fondo, limpia ese efecto. El señor Luis Óscar Herrera acota que lo mismo es válido para el período anterior, donde la mayor parte del repunte de la demanda se concentró también en las compras de durables e importaciones de capital.

El señor Vicepresidente manifiesta su prevención respecto de que se pueda tener una demanda con una composición de mayor inflación, razón por la cual consulta por la percepción del *staff* sobre la materia.

El señor Luis Óscar Herrera señala que las desaceleraciones en esos componentes se reflejan más en las importaciones y, en menor grado, en la proyección del PIB, que es lo que se utiliza como medida de brechas.

Concuerda en que, en este momento, una aceleración del sector construcción es un factor preocupante por el impacto que tiene sobre el empleo y porque sí tiene una consecuencia directa sobre las proyecciones del PIB, de empleo y del mercado laboral. De hecho, destaca que hoy día, la novedad está dada por la reacceleración del PIB en los últimos tres meses y que se asocia al sector construcción.

El señor Claudio Soto hace presente que la brecha se ha corregido al alza y que el diagnóstico global apunta a que hay menos holguras que las consideradas en el IPoM de diciembre.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán reconoce que la demanda interna se ha desacelerado en los últimos doce meses, pero no así en el margen.

El Consejero señor Joaquín Vial se refiere a los indicadores de edificación que se contienen en la lámina N° 43 de la presentación, que dan cuenta del dinamismo del sector, y consulta qué porcentaje de este se podría asociar al tema de la reconstrucción. El señor Claudio Soto se compromete a informar al respecto.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, es evidente que el panorama inflacionario se ha tornado más complejo, por cuanto la actividad crecería este año entre 4,5 y 5%, más que lo estimado.

Al continuar con su presentación, el señor Claudio Soto reitera que la proyección del PIB para el primer semestre de este año se ha corregido marginalmente al alza respecto de la RPM pasada y de manera significativa respecto al último IPoM, y que la percepción del mercado lo ha hecho de manera más relevante, desde 4,0 a 4,4%, para el presente año, según se desprende del último dato de la Encuesta de Expectativas Económicas. Hace el alcance que para efectos de la proyección, se estaría considerando mayormente el cambio en la ponderación de minería y de otros sectores, y que desconoce si se ha internalizado el hecho que el PIB Resto tendría un mayor dinamismo en los últimos diez años, en cuyo caso se podría esperar un dinamismo algo mayor en los meses venideros.





Por otra parte, destaca que las condiciones en el mercado laboral se mantienen bastante estrechas. Sobre el particular, informa que la creación de empleo ha tendido a reaccelerarse en el margen, en especial la parte asalariada, compensando la caída que exhibe el empleo por cuenta propia.

Manifiesta que coherente con lo anterior, se advierte una cierta reacceleración en los salarios. De hecho, indica que en términos de velocidades, los últimos datos del IREM y CMO muestran también un grado de aceleración. Asimismo, señala que al considerar las cláusulas habituales de indexación, se observa que los salarios están creciendo por sobre la diferencia histórica que hay entre su crecimiento y los patrones de indexación, dando cuenta que la estrechez en el mercado laboral se está traspasando a los salarios.

Con respecto a la inflación, indica que el registro del mes de febrero, de 0,4%, sorprendió al alza, por cuanto fue superior a la variación de 0,2% proyectada internamente. Añade que en el caso del componente X1, la diferencia entre lo anticipado y lo efectivo fue menor.

Hace presente que en la variación mes a mes hubo una incidencia al alza en frutas y verduras, contrariamente a lo que se habría esperado conforme al patrón estacional.

En cuanto a las diferencias con respecto a lo proyectado, menciona que la sorpresa más importante estuvo dada por los alimentos, específicamente por el componente de frutas y verduras, en tanto que la sorpresa fue menos relevante en la parte subyacente, tanto en el X1 como en la parte de alimentos sin energía.

No obstante, hace notar que un tema de estacionalidad enreda el análisis en cierta medida, por cuanto varias sorpresas al alza se compensaron con un aumento menos intenso en vestuario, que obedecería a algún cambio de estacionalidad. Por lo tanto, plantea que una lectura más cuidadosa de los datos sugiere que en la parte subyacente hubo alzas mayores que las estimadas anteriormente.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda repara en que, más allá de la estacionalidad, el componente vestuario registró en el mes de marzo del año pasado una considerable inflación negativa en doce meses, mientras que hoy día prácticamente no ha variado. Al respecto, consulta si se advierten cambios en el mercado o si ello responde a cambios de carácter metodológico implantados por el Instituto Nacional de Estadísticas.

El Gerente de División Estudios responde que ello obedece a cambios metodológicos. Asimismo, anticipa que en los cuadros que se incluirán en el próximo IPoM, se reporta evidencia de algunos cambios en la inflación importada desde Asia, que afecta a este tipo de productos, pero que, en todo caso, no son de la magnitud de las modificaciones observadas en la medición.

El señor Claudio Soto destaca que más allá de los antecedentes del mercado laboral, la velocidad de la inflación subyacente ha tendido a aumentar en los últimos meses, explicando, en parte, la corrección al alza en la proyección de inflación. Al respecto, comenta que en esta proyección al alza también hay componentes de alimentos y energía. Precisa que en el caso de alimentos, el cambio fundamental obedece a los perecibles, respecto de los cuales se ha supuesto que permanecerán elevados durante esta temporada.

Indica que en el caso de la energía ha habido algunas sorpresas marginales a la baja, que obedecen mayormente a lo acontecido con componentes como el gas licuado. No obstante, anticipa que el alza reciente del precio del petróleo afectará los precios de la gasolina y de otros combustibles, razón por la cual se registrarían variaciones en el precio de la energía en un par de meses más, superiores a lo previsto.





Añade que también se ha corregido al alza la dinámica del componente subyacente de la inflación, previéndose que llegará a crecer en torno a 4% a mediados de año.

De acuerdo con lo anterior, informa que la variación del IPC se mantendría en niveles algo superiores a 4% hasta fines del horizonte de corto plazo, esto es, durante los próximos seis meses. De hecho, precisa que en el mes de agosto alcanzaría a un 4,2% en doce meses y que los seguros de inflación, que están en torno a 4,4 o 4,5% en el mismo horizonte, dan cuenta también de una corrección al alza en esta parte del año. Hace notar que esta proyección es coherente además con los registros mes a mes, que van a estar oscilando entre 0,2 y 0,4% después del dato de marzo, el que, por estacionalidad, debiera ser algo mayor.

El señor Claudio Soto hace presente también que las expectativas de inflación a mediano y largo plazo han aumentado y que se ha asumido, además, que la sorpresa inflacionaria persistirá. En este sentido, indica que las expectativas a un año que se derivan de las compensaciones *spot*, se han movido de manera importante al alza, así como también las compensaciones 1 en 1, que son las relevantes para el horizonte de política, alcanzando hoy a 3,5%.

Asimismo, comenta que los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas también apuntan a una mayor inflación para este año, de 3,5% aproximadamente, mientras que a dos años se mantiene en 3%. Además, destaca que ha aumentado la dispersión respecto a la proyección en el horizonte, por cuanto el primer decil se mantiene en 3%, pero el decil 9 se ha movido al alza, superando ya el 3%. Explica que la mayor dispersión de las respuestas es coherente con una suerte de bi-movilidad que empieza a aparecer en los datos, lo que significa que algunos analistas estiman que la inflación superará el 3%, en tanto que otros confían en que llegará a 3%.

Respecto del mercado financiero, menciona que los premios de los bonos corporativos se han mantenido por sobre lo observado hacia fines del año pasado, dando cuenta de una grado mayor de estrechez financiera.

Añade que las tasas de los créditos de consumo han tendido a aumentar; que los datos relativos a las colocaciones comerciales presentan bastante volatilidad; y que las colocaciones de más corto plazo, que son relevantes para el capital de trabajo de las empresas, exhiben estabilidad en la punta.

Con respecto al tipo de cambio, indica que, aunque con fluctuaciones, se mantiene en niveles similares a los observados un par de semanas atrás, pero que ha tendido a apreciarse en los últimos días. Hace presente que ello no es coherente con sus fundamentales, por cuanto no explican la apreciación antedicha, estimándose entonces que obedecería a un fenómeno de riesgo y de movimientos hacia el peso que sería de carácter más bien transitorio.

En relación con la bolsa, el señor Claudio Soto informa que continúa una tendencia al alza, pero que los últimos registros dan cuenta de aumentos menos significativos.

En materia de tasas de interés, destaca la reversión de la caída registrada por las tasas reales desde fines del año pasado. Al respecto, especifica que estas experimentaron un aumento importante desde la última RPM, una reversión posterior, y que los últimos datos dan cuenta de un alza importante, particularmente en las tasas de 5 y 10 años. Agrega que las tasas nominales, en tanto, muestran una clara trayectoria al alza desde hace ya un par de meses.





Plantea que lo anterior explica que la curva *forward* se haya movido en paralelo hacia arriba. Manifiesta que tanto esta curva, así como el resultado de las encuestas, refleja que el mercado tiende a descartar bajas en las tasas de interés. De hecho, comenta que solo una fracción ínfima de los encuestados respondió que la TPM podría bajar.

Al finalizar su presentación, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, las distintas encuestas reflejan que la opinión unánime de los consultados apunta a la mantención de la TPM en 5%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y al no haber preguntas ni comentarios adicionales, suspende la presente Reunión hasta las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 183.

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

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

Con respecto a la economía internacional, señala que continúa la recuperación de las condiciones financieras globales y que se mantiene la mejora en los mercados financieros europeos; que en Estados Unidos, las cifras recientes confirman un mayor dinamismo de esa economía; mientras que en la Eurozona se mantienen los indicadores débiles; que en China, los datos recientes indican que la economía aún está en una trayectoria de moderación; y que el precio del petróleo registra un nuevo aumento desde la última Reunión.

En cuanto a Chile, destaca que en el cuarto trimestre de 2011 el producto y la demanda interna evolucionaron algo por encima de lo previsto en el IPoM de diciembre, y que esta situación también se mantuvo en enero pasado; que la demanda interna se ha movido en una trayectoria de desaceleración gradual, concentrada en bienes durables, de capital e inventarios, mientras que la actividad mostró un repunte en su dinamismo, asociado a la construcción; que las expectativas privadas de crecimiento para el presente año se han corregido algunas décimas al alza en los últimos meses; y que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas.

En materia inflacionaria, comenta que el registro del mes de febrero sorprendió nuevamente al alza; que los indicadores de inflación subyacente mantuvieron un mayor ritmo de aumento, al igual que en los dos meses anteriores; que se mantiene el dinamismo en la evolución de los salarios nominales y que también se registraron sorpresas al alza en los precios de frutas y verduras. Agrega que las expectativas de inflación por parte del mercado muestran un aumento relevante en el último mes, ubicándose en la mitad superior del rango de tolerancia.

Asimismo, hace presente que las expectativas para la TPM se han corregido al alza en todos los plazos; que las tasas de interés en pesos muestran un aumento a lo largo de toda la curva; que el tipo de cambio real se mantuvo estable durante este período; que los premios en el mercado local de bonos corporativos se mantienen estables, mientras que los premios de liquidez en el mercado monetario presentan un leve aumento; y que los créditos de consumo exhiben una evolución más moderada en los últimos meses.





Por último, informa que para esta Reunión, todos los analistas y operadores encuestados esperan una mantención de la TPM.

El señor Gerente de División Estudios manifiesta que este conjunto de antecedentes llevan a proponer como opción para esta Reunión la mantención de la TPM en 5%, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, indica que el IPoM de diciembre contemplaba un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento en las economías avanzadas, una mantención de las tensiones financieras internacionales y menores términos de intercambio para Chile respecto del año 2011, y que consideraba, además, que el balance de riesgos era negativo por la posibilidad de una agudización de la crisis en la Eurozona.

En segundo lugar, subraya que los avances recientes en la normalización de los mercados de deuda gubernamental y bancaria en la Eurozona han ayudado a reducir los riesgos de una recesión más profunda en esa región. En su opinión, esta situación configura un escenario externo algo más benigno que lo anticipado y riesgos negativos más acotados.

En tercer término, señala que aunque las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales se mantienen prácticamente sin cambios desde el mes de diciembre, lo cierto es que tanto nuestros términos de intercambio como las condiciones de financiamiento internacional son hoy algo más favorables que lo previsto.

No obstante, advierte que persisten dudas importantes respecto de la sustentabilidad de la mejora en la Eurozona. En este contexto, plantea que no se puede descartar que se produzcan cambios abruptos en las expectativas y nuevas rondas de turbulencias en los mercados financieros internacionales.

Por otra parte, consigna que hoy tienen mayor relevancia otros riesgos, en particular, la posibilidad de una desaceleración más marcada de la economía china y los mayores riesgos geopolíticos en torno a Irán y sus consecuencias para el precio del petróleo.

Continuando con su exposición, el señor Gerente de División Estudios informa que en Chile, los indicadores de gasto mostraron una trayectoria de desaceleración en la segunda mitad del año 2011, aunque más lenta de lo esperado; que la actividad, por el contrario, mostró una desaceleración marcada en el tercer trimestre, pero un repunte a fines del año pasado, que también ha ido acompañada de un mayor optimismo por parte de consumidores y empresarios; y que si bien algunos indicadores relacionados con el consumo privado muestran señales coherentes con una moderación adicional de su crecimiento, esta es una situación que está aún por consolidarse.

Asimismo, recuerda que el escenario base del IPoM contemplaba que la desaceleración de la demanda y la actividad se profundizaría en el primer semestre del año 2012, como consecuencia del impacto del escenario externo. Sin embargo, sostiene que a la luz de los desarrollos recientes, la intensidad de estos efectos no solo ha sido menor, sino que se estima que será más tenue en lo venidero.

Con respecto a la inflación, hace presente que su trayectoria reciente refleja algunas sorpresas en alimentos perecibles, a lo que se agrega el aumento también reciente de los combustibles, que podrían sumar presiones transitorias al alza durante los próximos meses. Añade que, tal como en episodios anteriores, se observa un aumento de las expectativas inflacionarias.





Sin embargo, señala que también es necesario enfatizar que se registra un mayor ritmo de aumento en los indicadores de inflación subyacente, que tienden a ser más inerciales y que pueden responder a un nivel de utilización de los recursos de la economía, particularmente en el mercado laboral, más intenso que lo contemplado en el IPoM de diciembre.

El señor Luis Óscar Herrera indica que en meses pasados, la opción de recortar la TPM se había justificado como una acción preventiva ante la proyección de un deterioro más marcado del escenario externo y sus consecuencias para la economía chilena; y plantea que si se considera que el escenario externo se percibe hoy algo más favorable y que sus riesgos negativos se estiman más acotados, esta opción aparece menos justificada en esta oportunidad. Hace presente que esta evaluación se reafirma considerando que los riesgos para la inflación local han aumentado, llevando a descartar la opción de recortar la TPM en esta oportunidad.

Alternativamente, respecto de la opción de aumentar la TPM, expresa que aún existen dudas importantes sobre la sustentabilidad del mayor optimismo en los mercados financieros internacionales, que llevan a descartar la alternativa de subir la tasa de interés en esta oportunidad.

Sostiene que la opción de mantener la TPM vigente es válida considerando que su nivel actual se encuentra dentro de un rango de valores normales para esta variable, lo que permite flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Agrega que las expectativas privadas no proyectan aumentos relevantes de la TPM en el corto plazo ni tampoco en el mediano plazo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su exposición indicando que este conjunto de consideraciones aconseja proponer la mantención de la TPM en 5%, y reitera que esta es la expectativa que presenta la totalidad de los analistas y operadores encuestados para estos efectos.

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

Al proseguir con la Sesión, el señor Presidente informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha hecho llegar su planteamiento por escrito, al que dará lectura a continuación:

"En el escenario económico del último mes ha destacado la evolución macroeconómica a nivel interno, con sorpresas al alza en actividad e inflación. A nivel internacional se afianza un escenario de recesión en la Zona Euro, aunque con relativa estabilidad en los mercados financieros pese a la situación de Grecia.

En el ámbito externo continúa la debilidad económica en Europa. Las tensiones financieras no han estado ausentes debido a la incertidumbre sobre la capacidad del gobierno griego para hacer frente a los vencimientos de su deuda. En efecto, Grecia se encuentra en suspensión de pagos efectiva. El pasado viernes la ISDA (Asociación Internacional de Derivados y Swaps) decidió que la forma en que se ha realizado la reestructuración de la deuda griega era suficiente para que los tenedores de los CDs emitidos sobre la deuda helena pudieran ejercer el derecho de cobro. Se estima que existen alrededor de 3.200 millones de dólares en seguros activos sobre deuda griega. Así, el mercado de CDs para Grecia se ha cerrado tras haber alcanzado niveles superiores a los 20.000 puntos en los últimos días. El evento contagió a otras economías frágiles como Irlanda, Portugal y España que vieron





incrementos en los CDS a 5 años en las últimas semanas, aumentando respecto a los niveles observados desde la última reunión. En cambio, las economías como Alemania, Francia e Italia han visto una disminución respecto a sus valores a dicha fecha.

En términos de actividad, el reporte preliminar del cuarto trimestre de 2011 reveló una caída de 1,3% del PIB en la Zona Euro, tras el aumento de 0,6% el trimestre anterior. Entre los componentes del gasto destaca la caída del consumo privado de 1,7%, de 2,6% de la inversión fija y de 4,6% de las importaciones. Esto último muestra que los efectos económicos sobre el resto del mundo ya empiezan a sentirse. Por otra parte, la proyección de febrero de Consensus Forecasts apunta a una contracción de 0,3% en 2012 para la Zona Euro. De igual forma, los datos sectoriales muestran que continúa la recesión. Las ventas minoristas de enero decrecieron 1,3 % interanual. Además, la producción industrial en enero cayó 1,2% en 12 meses. En consecuencia, la Zona Euro se contrae, generando una menor demanda global.

La economía de Estados Unidos sigue mostrando señales positivas. El mes de febrero el país creó 227 mil empleos respecto al mes anterior, aunque el resultado fue inferior a los 284 mil del mes anterior. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo en 8,3%. En lo referente al sector industrial, el PMI manufacturero se ubicó en 52,4 puntos, manteniéndose en la zona de expansión, aunque inferior a los 54,1 del mes anterior. Las ventas minoristas de febrero crecieron 1,1 % mes a mes desestacionalizado, tras el 0,6% del mes anterior. De esta manera, las cifras revelan una economía que crece a ritmo lento, pero se mantiene fuera de un escenario de recesión.

China generó preocupación en los mercados al anunciar una meta de crecimiento de 7,5% para 2012, siendo la primera vez en 8 años que se rebaja del nivel objetivo de 8%. A su vez, la producción industrial creció 11,4% interanual en los meses enero y febrero, tras el 12,8% de diciembre. Por otro lado, la inflación de febrero se ubicó en 3,2% en 12 meses, lo que implica una fuerte desaceleración tras el incremento de 4,5% del mes anterior, facilitando así el objetivo anual de 4% planteado por las autoridades para 2012.

En consecuencia, el elemento de mayor riesgo para la economía mundial se mantiene en la Zona Euro, en donde pese a la mayor calma en los mercados financieros, se ha materializado la recesión en esta región.

En el ámbito interno la actividad económica mostró una nueva alza sorpresiva en enero, en donde el IMACEC creció 5,5%, tras el 5,3% de diciembre. Pese a ello, el mercado aún no considera que el crecimiento esté revirtiendo la tendencia a la desaceleración observada durante el segundo semestre de 2011. En efecto, la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo arroja una tasa de crecimiento del IMACEC para febrero de 4,5%.

El consumo crece a tasas robustas pero se desacelera. Los datos de ventas del comercio minorista de enero mostraron una tasa de crecimiento de 6,3%, desacelerándose respecto al 8,9% de diciembre (de acuerdo a las nuevas cifras reportadas por el INE). Por su parte, el empleo creció a una tasa interanual de 2,5% en el trimestre noviembre-enero, desacelerándose respecto al 2,9% del trimestre móvil inmediatamente anterior, mientras que la tasa de desempleo se mantuvo en 6,6%. Por otro lado, los salarios están creciendo con mayor fuerza. Durante enero, en términos nominales, el índice de remuneraciones creció 6,7% en 12 meses, tras el 6,3% del mes previo. En términos reales, el incremento interanual fue de 2,3%, tras el 1,8% del mes anterior.

En este contexto, la medición de inflación registró un leve aumento en febrero, llegando a un nivel de 4,4% en 12 meses, tras el 4,2% del mes anterior. En el aumento mensual de la inflación destacaron las alzas en los precios de transporte y alimentos. Cabe destacar que el incremento de la inflación a partir de octubre de 2011 se ha debido a un aumento de la incidencia de frutas y verduras frescas, en donde los efectos de la sequía han





contribuido al aumento en los precios de diversos productos agrícolas. También destaca la importante moderación de las caídas interanuales en el precio del componente vestuario, generando una menor contribución a atenuar la inflación en 12 meses. Así, mientras en febrero de 2011 la incidencia en la inflación anual de la división Prendas de Vestir y Calzado era de -0,742 puntos porcentuales, en febrero de 2012 fue de solo -0,163pp.

Por otra parte, las expectativas de inflación para 2012 han aumentado, aunque se mantienen acotadas dentro del rango meta. En efecto, según la Encuesta de Expectativas del Banco Central de marzo, la inflación en 2012 se ubicaría en 3,5%, tras el 3,1% previsto en la encuesta del mes anterior. Para 2013, el pronóstico de inflación se mantiene en 3,0%. Por otro lado, las compensaciones inflacionarias a 2 años se ubican en niveles de 3,36%, mostrando un aumento de 44 puntos base desde la última reunión.

En este escenario creemos que existe una mayor incertidumbre respecto a la evolución de las presiones inflacionarias en los próximos meses, considerando que los efectos de la sequía en los precios de algunas frutas y verduras podrían seguir presentes. Por otra parte, pese a las sorpresas positivas en el IMACEC de los meses de diciembre y enero, no se pueden subestimar los efectos e la crisis externa sobre la economía nacional. Por estas razones parece recomendable esperar y continuar monitoreando la evolución económica interna y externa, manteniendo la tasa en esta reunión, y validando así las expectativas del mercado."

Concluida la lectura de la opinión formulada por el señor Ministro de Hacienda y para efectos de proseguir con la Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la votación y, en primer lugar, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa su agradecimiento al *staff* por los antecedentes y análisis proporcionados, los cuales califica de extremadamente útiles, y por cuanto, a su juicio, se ha efectuado un muy buen trabajo de diagnóstico y presentación de opciones.

Asimismo, señala que apoyará la decisión de mantener la TPM en 5% por las razones siguientes.

En primer término, indica que si bien las cifras de crecimiento global no se han desviado significativamente de las previsiones, se observa una clara mejoría en las condiciones financieras, lo que se refleja en menores primas de riesgo y precios de materias primas más elevados. Estima que ello se explica por una mayor provisión de liquidez en Europa, a lo que se agrega una mayor capacidad para tomar decisiones y algo más de flexibilidad de los órganos económicos de la Unión Europea. En su opinión, gracias a estos dos factores, ha disminuido en algún grado la probabilidad de un desastre financiero mayor en esa región. Sin embargo, concuerda con el *staff* en que la vuelta a la normalidad es un camino largo, plagado de incertidumbres y riesgos.

Hace presente, sin embargo, que a nivel local preocupa el repunte sostenido de las diversas medidas de inflación subyacente, de los salarios y de la propia inflación efectiva, lo que incluso ha comenzado a empujar al alza las expectativas de inflación a mediano plazo.

Subraya que a ello se agrega que las brechas de capacidad se han cerrado y que si bien hay una desaceleración de la demanda interna, ella es más bien tenue y todavía se expande a un ritmo mayor que el PIB.

Sin embargo, advierte que hay indicios en cuanto a que las condiciones financieras han permanecido algo más restrictivas, lo que podría ser el preludio a un ajuste más pronunciado en el crédito y la demanda interna.





En razón de los fundamentos expuestos, manifiesta concordar con la propuesta del *staff* de excluir la opción de bajar la TPM en esta ocasión y de adoptar un mensaje claro de observación y espera. Sin embargo, estima que si no se produce un descalabro financiero mayor en Europa, y con esa prevención, en los próximos Comunicados se debería pasar a un mensaje que indique que el sesgo más probable en el futuro será de una mayor restricción monetaria. Manifiesta que no cambiaría el sesgo aún, porque las desviaciones son todavía pequeñas y las tasas de interés están a un nivel suficientemente elevado como para poder esperar señales de una aceleración de la demanda interna más efectiva. En todo caso, cree que este tema corresponde que sea discutido más bien en el marco del próximo IPoM.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta compartir lo planteado en la Minuta de Opciones en cuanto a que los antecedentes disponibles para esta Reunión apuntan a la conveniencia de mantener la TPM en su nivel actual.

Con respecto al ámbito externo, indica que si bien se ha consolidado un escenario de debilidad en Europa, la situación parece estabilizarse por ahora y que el sentimiento de mercado, reflejado en el precio de los activos y las perspectivas de actividad, así lo sugiere. Agrega que en Estados Unidos, los datos han sido positivos y que en China, la desaceleración ha continuado su curso sin grandes novedades.

Hace notar que esta situación de mayor tranquilidad y perspectivas algo más positivas no necesariamente se ha traducido en mejores proyecciones de crecimiento, sino que se refleja principalmente en la normalización de las condiciones financieras externas y en la consolidación de los altos precios de las materias primas. Sin embargo, advierte que ello no debe minimizar el riesgo negativo de la situación externa, toda vez que Europa, especialmente, arrastra problemas muy importantes, cuya solución definitiva está por verse y que no pasa necesariamente por una mayor inyección de liquidez. Con todo, menciona que, por ahora, la probabilidad de un problema grave financiero en Europa ha disminuido, modificando levemente el sentimiento en el mercado financiero.

Destaca que, en este contexto, las condiciones externas enfrentadas por la economía chilena han mejorado, contribuyendo a mantener su dinamismo más allá de lo anticipado en los últimos meses. En su opinión, cumple un especial rol al efecto la normalización de las condiciones financieras externas y, en parte, internas, toda vez que el Consejo anticipó previamente que las tensiones financieras externas del último trimestre del año 2011 —que, en parte, fueron observadas también en el mercado interno—, afectarían la demanda y la actividad doméstica con mayor intensidad que lo observado.

Subraya, además, que los datos de actividad en Chile dan cuenta de una reaceleración hacia fines del año 2011, después de un tercer trimestre significativamente más lento. Con todo, indica que la economía continúa creciendo a tasas en torno a su tendencia y que se proyecta ese mismo escenario hacia adelante.

Respecto de la demanda, comenta que también se ha desacelerado, pero a tasas algo menores que lo anticipado. Añade que especial mención merece el dinamismo del sector construcción, cuya recuperación se había visto postergada por muchos trimestres y que hoy día da señales de vigor, lo que es coherente con la fuerza mostrada por el mercado laboral. Con todo, precisa que la velocidad anualizada de expansión del PIB en el cuarto trimestre del año 2011 fue de 4,8%, comparado con el 2,5% en el tercer trimestre, mientras que la del consumo privado fue un 5%, inferior al 5,7% anotado en el trimestre anterior. Agrega que, consecuentemente, estas son velocidades similares a las que se clasificarían como de tendencia.





Por otra parte, destaca que el crédito ha seguido creciendo, pero a tasas acotadas, y que las condiciones son normales, sin reflejar un dinamismo excesivo, dando cuenta de cierta moderación por parte de los agentes del sistema financiero.

En cuanto a la inflación, indica que el dato correspondiente al mes de febrero sorprendió al alza, principalmente asociado a un fenómeno de frutas y verduras. Sin embargo, subraya que las últimas cifras han ido conformando un panorama en que los registros subyacentes se han recuperado de manera significativa y dan cuenta del dinamismo de la actividad y el mercado laboral. Agrega que la proyección de la inflación para los próximos meses se corrige de una manera importante hacia al alza, y que si bien ello obedece, en parte, a la corrección de precios del petróleo y temas puntuales relacionados con alimentos, no deben minimizarse las presiones inflacionarias subyacentes.

Con todo, plantea que la estimación global es que la economía se encuentra en una situación de plena capacidad, quizás algo superior a la considerada actualmente, pero con un nivel de dinamismo algo mayor en el margen. A su juicio, la acentuación de este dinamismo constituye un escenario de riesgo en un contexto donde las presiones inflacionarias han aumentado, lo que se ha reflejado en las expectativas de inflación, especialmente durante este año.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, lo anterior tiende a moderar el balance de riesgos previamente anticipado hacia uno más neutral. Plantea que la posibilidad de continuar con el ajuste gradual a la baja de la TPM, que se percibía como probable algunos meses atrás o quizás hasta hace menos tiempo, hoy parece fácil de descartar, y que, por ahora, lo más prudente es mantener la tasa de política monetaria en su posición actual y comunicar un sesgo neutral.

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

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

Plantea que las noticias del último mes han reafirmado la mejoría advertida desde principios de año y destaca que ello se ha notado principalmente en los mercados financieros, que han evolucionado en un sentido positivo.

Indica que las cifras de actividad, que recogen normalmente con rezago los cambios en percepciones y perspectivas, también apuntan en esa dirección en este caso. En este sentido, precisa que las cifras en Estados Unidos han sido mejores que las esperadas; que si bien Europa sigue exhibiendo debilidad, el riesgo de un deterioro más acentuado y, sobre todo, de un desenlace extremo ha disminuido; que las economías emergentes, en un contexto de desaceleración global, mantienen un dinamismo apreciable; y que los precios de las materias primas se han mantenido en niveles elevados y que incluso han vuelto a subir, lo que es indicativo de estas perspectivas más auspiciosas.

Sin embargo, advierte que los riesgos para el escenario externo siguen presentes. Al respecto, señala que la solución para los problemas estructurales que enfrentan las economías avanzadas tomará necesariamente un tiempo largo. En todo caso, subraya que, por el momento, las decisiones adoptadas por las autoridades europeas han sido acertadas, particularmente en el sentido de aliviar las tensiones en los mercados monetarios y permitir lograr el canje de la deuda griega.





El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que un factor de riesgo que se ha sumado en el último tiempo y que debe ser seguido con atención, es la evolución del precio del petróleo, el cual ha mostrado alzas significativas y que responden, en parte, a consideraciones geopolíticas.

En el frente interno, comenta que la actividad evoluciona por sobre lo esperado y que su ritmo de expansión parece converger a tasas que se ubican en niveles no muy distantes de los de tendencia. Manifiesta que coherente con esta visión, los analistas privados han revisado al alza sus proyecciones para este año.

Asimismo, señala que la demanda interna, que viene de exhibir tasas de crecimiento muy superiores a las del producto, si bien ha moderado gradualmente su ritmo de expansión, mantiene todavía un dinamismo apreciable que se relaciona, por el lado del consumo, con la evolución del empleo asalariado y las remuneraciones y, por el lado de la inversión, con un reimpulso del gasto en construcción y obras. A su juicio, también habría que mencionar entre los factores que contribuyen a mantener el dinamismo de la demanda, la positiva evolución de las expectativas.

El Consejero señor Enrique Marshall hace notar especialmente que la economía opera ya con holguras de capacidad estrechas y que ello no cambiará significativamente en el curso de este año, teniendo en cuenta las perspectivas de evolución para la actividad y la demanda.

Con respecto al sistema financiero, consigna que ha seguido operando con normalidad, pero que la evolución de los agregados de crédito pone de manifiesto la presencia de algún grado de cautela, tanto por el lado de la oferta, como por el de la demanda. En su opinión, ello se puede explicar por la existencia de riesgos no disipados y, en el caso particular de los créditos de consumo, por un factor adicional de origen interno, que es la incertidumbre regulatoria que pesa sobre estas operaciones.

En materia de inflación, sostiene que el panorama se ha tornado más complejo. En este sentido, indica que el registro mensual de febrero sorprendió al alza en forma significativa; que la inflación anual subió levemente y que todo indica que permanecerá por sobre la meta en los próximos meses y convergerá en forma más lenta de lo previsto. Añade que la inflación subyacente ha seguido subiendo en forma sostenida, y que también se advierte que ciertos componentes de la canasta del IPC, particularmente los servicios, han adquirido una velocidad de incremento que se compara con la de las remuneraciones.

En este contexto, resalta que el mercado ha revisado al alza sus expectativas de inflación de corto y mediano plazo, en tanto que las expectativas para dos años que se obtienen de las encuestas no muestran cambios muy significativos.

En cuanto a la TPM, manifiesta que el mercado ha dejado fuera de su horizonte los recortes que anticipaba y que para esta Reunión espera, en forma unánime, que la decisión sea de mantenerla. A su juicio, con los antecedentes disponibles resulta difícil visualizar una opción distinta. En ese sentido, declara coincidir plenamente con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

El Consejero señor Enrique Marshall recuerda que en meses anteriores, la visión del Consejo era que la inflación convergería a la meta en forma relativamente rápida como resultado de la desaceleración de la actividad interna y, además, que el balance de riesgos estaba sesgado a la baja, lo que reforzaba dicha visión.





No obstante, expresa que el panorama, incluyendo el balance de los riesgos, ha cambiado. Al respecto, reitera, en primer término, que la actividad aparece evolucionando por sobre lo anticipado en un contexto de holguras estrechas. En segundo lugar, indica que han surgido factores de oferta que podrían afectar la trayectoria de la inflación inflacionaria, entre los cuales están la evolución del precio del petróleo y los potenciales efectos de la sequía sobre los precios de los alimentos. Por último, advierte que la convergencia de la inflación a la meta podría ser bastante más lenta que lo anticipado, lo que conlleva el riesgo que las expectativas se vean afectadas y surja una dinámica que requiera una reacción de contención.

En razón de lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall estima que se debe descartar completamente la idea de un recorte de la TPM en esta Reunión. En su opinión, esto por sí solo entrega una señal importante al mercado.

En consecuencia, plantea que corresponde mantener la TPM y seguir observando la forma en que evolucionan las condiciones internas y externas. Agrega que la TPM se ubica actualmente en un nivel que debe ser definido como neutral, lo que otorga espacio para esperar.

Por último, indica que la preparación del IPoM aportará mayores elementos de juicio para definir la orientación de la política monetaria en adelante.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que su voto es por mantener la TPM en 5,0%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff* e indica que hace suya la lista de antecedentes nuevos proporcionados respecto de la Reunión anterior, contenidos al comienzo de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes elementos y reflexiones.

En cuanto a la economía internacional, destaca el exitoso canje de la deuda soberana griega, que desactivó un potencial detonante de agravamiento de corto plazo para la crisis europea. Agrega que, en tanto, en el caso de los Estados Unidos de América, el crecimiento observado en la actividad desde su punto más bajo, no ha estado acompañado de un aumento del empleo que sea proporcionalmente equivalente al de otras salidas de recesión en esa economía, pero que, como contrapartida, la productividad ha aumentado, lo que constituye una condición necesaria, a su juicio, para una recuperación sostenible en el tiempo de esa economía.

Respecto de la economía nacional, menciona que el mercado laboral sigue mostrando señales de estrechez. Sobre el particular, precisa que el crecimiento del empleo asalariado no agrícola —ya que el agrícola es esencialmente estacional— ha sido alimentado, en parte, por la caída del empleo por cuenta propia y el aumento de la fuerza de trabajo; que la mayor parte de la acción en materia de empleo ha ocurrido en los sectores de servicios; y que en la construcción, en tanto, las cifras correspondientes no dan cuenta todavía de la mayor actividad en ese sector.

Asimismo, plantea que la mayor demanda por trabajo ha venido repercutiendo en una evolución de las remuneraciones que habrá que seguir observando con especial cuidado. En particular, hace presente que la diferencia entre el crecimiento de los salarios reales, por una parte, y el de la productividad, por la otra, mostró cifras negativas hace algunos meses y, en la actualidad, cifras positivas en torno al 3,4%. Agrega que, hasta ahora,





los costos laborales unitarios reales han recuperado niveles que no son preocupantes, pero que de mantenerse esta trayectoria o la velocidad que exhiben hoy, se puede arriesgar un problema de inflación de salarios a corto andar.

Con respecto a la demanda interna, señala que si bien las cifras anuales muestran una desaceleración, también es importante analizar las cifras en el margen. En este sentido, comenta que el consumo de las familias ha mostrado efectivamente una desaceleración en términos de velocidad, aparentemente explicada por una desaceleración aún mayor del consumo de bienes durables; que la formación bruta de capital fijo, en tanto, se ha mantenido elevada y que todo hace pensar que seguirá alta; y que el gasto público tuvo un perfil a lo largo del año que implicó una aceleración hacia fines de año con el objeto de cumplir las metas fiscales. Por lo tanto, a su juicio, no se cuenta aún con evidencia respecto de que la esperada desaceleración de la demanda interna se sostendrá en el tiempo.

Expresa que las brechas están más abiertas que lo anticipado en el IPoM de diciembre, porque se han sumado riesgos al alza que no se advertían en dicho Informe. Advierte que con brechas cerradas, o incluso ligeramente abiertas, eventuales *shocks* de oferta podrían tener efectos de segunda vuelta más complejos de evitar. En este sentido, estima que *shocks* como los que están ocurriendo en el sector de frutas y verduras o en el precio de los combustibles, deberán tener un seguimiento especial para no generar efectos de segunda vuelta ni cambios en las expectativas hacia el futuro. Enfatiza que estas son variables que habrá que seguir con especial cuidado.

En opinión del Vicepresidente señor Manuel Marfán, el próximo IPoM tendrá una relevancia especial, dado el cambio en el escenario externo y en las percepciones de riesgo en el mercado interno.

En razón de estas consideraciones, el Vicepresidente señor Manuel Marfán se suma a la opción única planteada por el *staff* en esta oportunidad, que es la de mantener la TPM y eliminar todo tipo de sesgos en el Comunicado de esta Reunión.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán.

Para dar término al proceso de votación, el Presidente señor Rodrigo Vergara inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el excelente análisis expuesto precedentemente.

Plantea que desde la última Reunión, las tensiones financieras globales han continuado disminuyendo, configurándose un escenario más positivo para la economía mundial. Hace presente que este cambio no se ha visto reflejado en mejores perspectivas de crecimiento global, lo que tomará probablemente bastante tiempo en ocurrir, sino que en una reducción en la probabilidad esperada por los agentes económicos de escenarios de riesgo muy negativos y en mejores indicadores financieros. En este sentido, señala que es preciso recordar que hasta hace tres meses estos escenarios dominaban la discusión sobre la economía mundial.

Expresa que aun así, la situación global sigue siendo compleja, a la vez que los riesgos persisten. De hecho, menciona que la situación de Europa no está en absoluto resuelta y que se mantiene la probabilidad de que se intensifiquen los problemas y que ello termine afectando más fuertemente a otras regiones del mundo. En su opinión, no sería prudente asumir que hoy ya todo está solucionado, puesto que queda aún mucho camino por recorrer y no se puede descartar que, en la medida que avance el año, nuevas tensiones aparezcan en los mercados.





Con respecto a Chile, destaca que la actividad, la demanda interna y el empleo siguen sorprendiendo con cifras superiores a las esperadas. Agrega que el mercado laboral se mantiene estrecho y que se observan mayores presiones salariales.

El Presidente señor Rodrigo Vergara advierte que el alza en el precio del petróleo podría implicar efectos inflacionarios mayores a los habituales, dada la situación de brechas de capacidad cerradas. Sostiene que si a ello se le suman registros inflacionarios, tanto efectivos como subyacentes, al alza en los últimos meses y expectativas de inflación que han aumentado en doce meses, se puede decir con seguridad que la preocupación inflacionaria se ha incrementado. En este sentido, recuerda que hace unos meses se proyectaba que los precios se mantendrían contenidos por el menor crecimiento derivado de una situación externa muy deteriorada y por los elevados riesgos existentes, y que hoy, en que los efectos de dicha situación han probado, hasta ahora, ser inferiores a los esperados y que surgen nuevos elementos como el alza en el precio del petróleo, el panorama de la inflación se torna más complejo.

Indica que lo anterior, por cierto, no significa que la situación externa no afecte a la economía chilena. Enfatiza que sí lo hace, pero lo más relevante es que su efecto ha sido menor que el esperado y que se ha reducido la probabilidad de eventos catastróficos. En este sentido, menciona que en Chile hay señales de desaceleración en indicadores de consumo, —particularmente durables—, colocaciones y algunos sectores, y que sigue siendo esperable que dicha desaceleración se profundice en los meses venideros, aunque nuevamente en forma más tenue que lo estimado hace unos meses.

En estas circunstancias, estima que la alternativa que presenta la Minuta de Opciones es la más razonable, por cuanto bajar la TPM no se condice con el emergente riesgo inflacionario, y subirla no es concordante con los riesgos que aún persisten en el escenario internacional. En su opinión, no se puede descartar que la desaceleración tome mayor velocidad a futuro.

En mérito de los fundamentos expuestos, el Presidente señor Rodrigo Vergara señala que su voto es por mantener la TPM en 5% anual y que en cuanto al Comunicado, debiera mantener el sesgo neutral, pero con mensajes claros de la mayor preocupación en materia inflacionaria.

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

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

183-01-120315 – Tasa de Política Monetaria

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

A continuación, se procede a dar lectura al texto del comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

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





En el ámbito externo, los indicadores económicos de Estados Unidos muestran un mejor desempeño en los últimos meses, mientras que los de la Eurozona confirman la debilidad del crecimiento en esa región. El dinamismo de las economías asiáticas y, en particular de China, se ha moderado en meses recientes. Los riesgos de la Eurozona se mantienen elevados, pero se ha observado una reducción de las tensiones en sus mercados financieros y se logró el canje de la deuda soberana griega. Asimismo, las condiciones financieras globales han mostrado una mejoría adicional. El precio del petróleo ha continuado aumentando.

En el plano local, la actividad económica y la demanda interna han evolucionado por encima de lo proyectado en el IPoM. El mercado laboral sigue ajustado y se observa un mayor dinamismo de los salarios nominales. Las condiciones en el mercado del crédito se mantienen estables. La inflación anual del IPC se sitúa por sobre el rango de tolerancia, mientras que las medidas de inflación subyacente se ubican en torno al 3% anual. Las expectativas inflacionarias se han elevado para el corto plazo, pero permanecen en torno a la meta en el horizonte de proyección.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:10 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE  
Consejero