BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 165
celebrada el día jueves 13 de enero de 2011

En Santiago de Chile, a 13 de enero de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
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 Subrogante,
don Rodrigo Cifuentes Santander;
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 Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
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 Erika Arraño González;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 165, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2011 para el día 14 de ese mes.

Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Señala, en primer término, que las cifras de actividad de las economías desarrolladas resultaron mejores que lo anticipado, con excepción de la referida a la creación de empleo en Estados Unidos, que si bien fue positiva y superior al nivel del mes anterior, estuvo algo por debajo de lo previsto.

En segundo lugar, indica que en las economías emergentes, la actividad ha continuado creciendo de acuerdo con su tendencia; que se observan algunos registros algo mayores de inflación, junto con un aumento de expectativas respecto de su evolución a futuro; y que, al mismo tiempo, las primas por riesgo tienden a descender y los flujos de inversión de cartera se mantienen elevados.

Destaca, además, el aumento de los precios internacionales de alimentos, cobre y energía; y que China busca atenuar las consiguientes presiones inflacionarias a través de mayores tasas de interés y la apreciación de su moneda.

Por último, hace presente que los riesgos continúan asociándose a los precios internacionales de alimentos, a los flujos de cartera hacia economías emergentes y a la situación de deuda de la periferia europea, a la que se sumó una cierta preocupación por Bélgica en el último mes.

En materia de actividad, reitera que los diferentes indicadores resultaron algo mejores que lo esperado, excepto el referido a la creación de empleo en Estados Unidos. Manifiesta que en Europa, en tanto, los indicadores son algo más mixtos y particularmente positivos los correspondientes a producción industrial, mientras que en el caso de Japón, las cifras superaron, en general, lo esperado por el mercado.

El señor Sergio Lehmann agrega que la producción industrial muestra alguna heterogeneidad a nivel regional, observándose una aceleración en el margen en China, algunos aumentos en Europa emergente y variaciones menores en Asia emergente y en las economías avanzadas.

Respecto de los PMI, que prevén o anticipan, de alguna manera, la actividad de los meses venideros, el señor Lehmann informa que se observan cifras positivas, lo que implica que las empresas, en general, están anticipando cifras o señales algo mejores desde el punto de vista de la demanda. Añade que los PMI de economías emergentes, en tanto, experimentaron un aumento importante durante varios meses, pero que los últimos registros dan cuenta de cierta estabilidad.

El señor Sergio Lehmann prosigue, destacando nuevamente que el mercado laboral en Estados Unidos se mantiene débil, ya que si bien la creación de empleo fue positiva, no solo fue inferior a lo esperado, sino que está claramente por debajo de las dinámicas registradas en los períodos de recuperación que siguieron a las distintas recesiones de estos últimos veinte años. Hace notar, además, que el desempleo de largo plazo, que refleja, de alguna manera, a quienes tendrían acceso a los subsidios de desempleo, presenta una ligera reversión en los meses recientes, pero continúa bastante elevado y supera por lejos los niveles históricos de los últimos 50 – 60 años.

En lo que respecta a inflación, el Gerente de Análisis Internacional detalla que se mantiene estable en la Zona Euro, aunque ligeramente por sobre el nivel de confort, mientras que los indicadores *core* se ubican dentro de esa línea de confort y particularmente estables en Estados Unidos. Indica que en las economías emergentes, en cambio, la inflación total o *headline* ha tendido a aumentar, mientras que la subyacente o *core* no muestra cambios significativos respecto de los registros de meses anteriores.

Destaca que frente al escenario de alzas de precios imperante, especialmente de los alimentos, las expectativas de inflación han aumentado ligeramente en las economías desarrolladas y América Latina y con mayor fuerza en Asia emergente y que, incluso, algunas economías, como China, Tailandia, Hungría, Perú y República de Corea, han reaccionado a estas mayores presiones inflacionarias aumentando sus tasas de política monetaria (TPM). En todo caso, hace presente que los cambios de tasa previstos para los próximos meses son bastante menores, esperándose que se materialice un alza en América Latina en el corto plazo, que luego tendería a alinearse con lo proyectado un mes atrás; y movimientos menores en el caso de las restantes regiones.

En cuanto a las primas en el mercado monetario, el señor Sergio Lehmann menciona que se encuentran estables en Estados Unidos, mientras que en Europa han registrado cierta variabilidad y se mantienen elevadas, producto fundamentalmente de las tensiones que se observan en esta región.

Informa, asimismo, que las tasas largas en las economías desarrolladas registraron bastante volatilidad durante el último mes, reflejando inicialmente los datos positivos de ciertos indicadores de actividad, como los PMI o algunos referidos a ventas en el caso de Estados Unidos, y moderándose posteriormente, a propósito de las cifras de desempleo comentadas precedentemente. En todo caso, comenta que su nivel actual es similar al alcanzado el mes previo.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que los vaivenes que exhiben las tasas largas en Alemania estarían determinados por el estrés financiero en Europa, ya que los datos de esa economía han sido bastante positivos en el margen, lo cual es confirmado por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Lehmann continúa, indicando que en materia de monedas, el euro tendió a depreciarse durante el mes, y que el yen no registró variación. Añade que las monedas de las economías emergentes se apreciaron, pero con cierta heterogeneidad, detallando que las latinoamericanas se mostraron estables, en general, y que las de Asia emergente registraron una apreciación algo más persistente que las de Europa emergente, ya que estas últimas se depreciaron durante unas semanas y luego volvieron a apreciarse. En cuanto a los tipos de cambio real, señala que se observan bastante estables en general.

Complementando esta misma materia, manifiesta que al revisar la variación de las paridades con respecto a diferentes fechas hitos, correspondientes, en este caso, a la RPM de diciembre y a diciembre de 2009, 2008 y 2007, destaca la depreciación de 4,4% que registró el peso chileno desde la última RPM, así como la experimentada por la nueva lira turca y el forint de Hungría, y se observa que en el resto de las economías de la muestra predominan las apreciaciones, encabezadas por el peso colombiano, cuya variación respecto al dólar alcanzó a -3,1% en el último mes.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si Turquía y Hungría adoptaron alguna medida especial. El Presidente señor José De Gregorio comenta que Turquía redujo la tasa de interés con el objeto de frenar la fuerte entrada de capitales y aumentó los requerimientos de reservas para encarecer el endeudamiento y controlar el sobrecalentamiento que está exhibiendo esa economía, ya que la inflación supera el 6% y el crecimiento alcanzaría a 7% en el año 2010. El Gerente de Análisis Internacional acota que en el caso particular de Hungría, la depreciación de su moneda obedece al estrés a que se encuentra sometida, derivado de la debilidad de sus cuentas fiscales.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, señalando que en relación con los flujos de capitales, se observan movimientos que dan cuenta de ingresos de capitales a las economías emergentes, tanto de renta fija como de renta variable, y que su dinámica se mantiene con cierta estabilidad en el margen.

Respecto de China, destaca que su economía merece especial atención, producto de las medidas que ha estado adoptando recientemente para combatir la inflación. Detalla que entre los elementos asociados a su política de tasa de interés se observan aumentos de las tasas de depósito y crédito a un año y la apreciación del tipo de cambio nominal yuan/dólar. Agrega que la trayectoria de los contratos *forward* yuan/dólar se encuentra hoy por debajo de la observada hace un mes y por debajo también de la registrada seis meses atrás, y que el tipo de cambio real, que mostró una suerte de apreciación y una cierta mayor estabilidad durante el período 2009 – 2010, registra hoy una apreciación en el margen, probablemente como consecuencia de los diferenciales entre los precios domésticos y externos.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que el comentario general es que el yuan se ha apreciado 20% en el último año, lo cual es erróneo, por cuanto ese porcentaje corresponde a la apreciación acumulada desde el año 2005.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann confirma lo expresado por el señor Presidente y el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, por su parte, explica que quienes argumentan que la apreciación de la moneda china es mayor, usan los datos de salarios, que han experimentado un alza de entre 15 y 20%, más allá del aumento anotado por la productividad.

El Presidente señor José De Gregorio solicita analizar el tipo de cambio real y la inflación doméstica y completar, en lo posible, esta visión del tipo cambio chino.

Para cerrar este tema, el señor Sergio Lehmann agrega que el tipo de cambio nominal se apreció alrededor de 3,5% durante el año 2010 y que para este año se estima una apreciación de 5%.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que los mercados bursátiles desarrollados y emergentes han registrado alzas durante las últimas semanas.

En cuanto a Europa, en particular, destaca la acción del Banco Central Europeo (BCE) en materia de compra de deuda soberana de países de la región, que luego de haberlas intensificado hacia finales del año 2010, las ha moderado durante las últimas semanas. Al respecto, hace el alcance que los montos adquiridos a partir de agosto son significativamente menores que los comprados en mayo del año pasado, cuando se llegó a una máxima tensión en esos mercados.

En relación con los premios soberanos, hace notar que los *CDS spreads* a 5 años en las economías periféricas de Europa se mantienen en niveles muy elevados y con alguna tendencia al alza en las últimas semanas, en especial en Grecia, Irlanda y Portugal. Indica que esta situación se repite en el caso de los *CDS* bancarios, como es el caso del *Deutsche Bank, UniCredit, Société Générale* y *UBS*, y con mayor fuerza aún en el caso de los bancos españoles Santander y BBVA.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que el *spread* del *UBS* es equivalente al observado con anterioridad al inicio de los problemas financieros de Europa, no así en el caso de los bancos españoles, cuyos *spreads* superan los 200 puntos base y tienen, en consecuencia, un diferencial de costo de fondos de 100 puntos base respecto de un banco que es un directo competidor. Advierte que más preocupante aún es el caso del banco francés *Société Générale*, cuyo *spread* se acerca a los 200 puntos y cuyo tamaño es lo suficientemente grande como para generar un problema sistémico en Francia. Añade que los *spreads* de los bancos alemanes, en tanto, no registran cambios, a pesar del riesgo que enfrentan desde el momento que la mayoría ha adquirido los denominados bonos soberanos tóxicos. En su opinión, es necesario estar atentos a estos riesgos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón informa que el *spread* de algunos bancos alemanes, como el del *Bayerische Landesbank*, supera los 200 puntos base y que, en general, esos bancos tienen en sus carteras una cantidad significativa de bonos de Portugal y negocios en Grecia. Hace notar, además, que es destacable que los bancos Santander y BBVA tengan un *CDS spread* menor que el de España, así como que los de varios bancos italianos sean inferiores que el de Italia, enfatizando que esta situación jamás se había observado antes.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta coincidir con las aprensiones planteadas por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, respecto de las cuales estima necesario aportar dos elementos. Señala, en primer término, que se debe tener presente que los actuales *spreads* son sobre tasas referenciales bajas, lo que contribuye a mitigar el efecto. Indica que el segundo elemento a considerar dice relación con la estructura general de financiamiento de los bancos. Menciona, al respecto, que los *spreads* son indicativos de las tasas a las cuales se pueden emitir bonos, lo cual no es relevante para aquellos bancos cuya estructura de financiamiento se sustenta en una base de depósitos, créditos y cuentas corrientes cuantiosa, como es el caso de los bancos suizos. A título ejemplar, cita la situación del *UBS*, que si bien aparece con un *spread* de 100 puntos base, cuenta, a su entender, con fondos de una magnitud tal que no requiere emitir deuda para financiar sus operaciones. Sugiere, en consecuencia, evaluar el impacto financiero de los *spreads* a la luz de estos otros elementos.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las menores compras de bonos soberanos y consulta si es posible conocer la composición de las nuevas adquisiciones. Sobre el particular, señala tener la impresión que las últimas compras se han concentrado en Portugal, ya que los incentivos que hoy tiene el ECB para comprar deuda griega e irlandesa es bastante menor.

El señor Sergio Lehmann manifiesta concordar con lo planteado por el Consejero señor Sebastián Claro e informa que no es posible conocer la descomposición de tales compras, ya que el ECB no proporciona esa información.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, indicando que las primas por riesgo continúan bajas en las economías emergentes y han tendido a caer en América Latina y en Europa emergente, tanto para el caso de los bonos soberanos como para los bonos corporativos.

Destaca, a continuación, que los precios de los principales *commodities* han vuelto a anotar alzas, que van desde un 1% en el caso del trigo hasta un 7% en el de la gasolina, y que la única excepción está dada por el precio del arroz, que cayó un 3%. Subraya, asimismo, que los índices agregados de los metales, energía y granos y cereales muestran alzas de 5, 4 y 3%, respectivamente.

Además, y con el objeto de tener una perspectiva algo más amplia de estos precios, el señor Sergio Lehmann exhibe un gráfico con la variación en los precios de las materias primas, esto es, petróleo, cobre y los agregados de metales, granos y cereales, y energía, a partir de enero del año 2008, donde destaca el precio del cobre, que alcanzó un valor histórico en días pasados.

Respecto de este gráfico, el Presidente señor José De Gregorio solicita que se construya a partir del año 2007 y se incluya en las presentaciones futuras.

En cuanto al precio del cobre y petróleo, el señor Lehmann informa, finalmente, que las posiciones especulativas muestran aumentos significativos en los últimos meses.

En relación con el precio de los alimentos, en tanto, hace presente que las alzas de todos ellos, esto es, de los aceites, carne, lácteos, cereales y azúcar, han generado preocupación y ciertas presiones en algunas economías desde el punto de vista de la inflación. Complementa, al respecto, que los precios de algunos de ellos alcanzan niveles similares a los observados en el año 2008, y que otros, como el del azúcar, registran el mayor nivel desde enero de 2004 a la fecha.

En cuanto a los precios relevantes para Chile, el señor Sergio Lehmann presenta un gráfico sobre el índice de precios externos relevantes de alimentos desde el año 2007 a la fecha, y explica que para su construcción se ponderaron los cinco subíndices de precios internacionales de productos básicos de la FAO, esto es, cereales, carnes, lácteos, aceites y azúcar, por el peso en el IPC de las categorías relacionadas de la canasta chilena. Indica que de acuerdo con este procedimiento, se hizo un símil entre cereales con el componente cereales y pan, carnes con carnes, lácteos con lácteos, azúcar con azúcar y ciertas golosinas, y aceites con aceites, observándose que el nivel actual de dicho índice, expresado tanto en dólares como en pesos, es similar e incluso superior al registrado en el año 2008, y que su incremento desde mediados del año 2010 a la fecha, es mayor en dólares que en pesos.

El Presidente señor José De Gregorio repara en que el nivel actual es similar al alcanzado en el año 2008, pero que el *shock* es menor en esta oportunidad, ya que entonces el aumento alcanzó a 40%, mientras que ahora ha sido de 20%, aproximadamente.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por el porcentaje que representa este índice de precios de alimentos en el del IPC.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera responde que alimentos representa el 16,5% del IPC total y que 3,5% de este corresponde a frutas y verduras. El señor Sergio Lehmann agrega que cereales y pan representan el 4%; carne, 4%; lácteos, 2%; aceite, 0,5% y golosinas, 1%.

El Presidente señor José De Gregorio concluye que este índice representa el 13% del IPC, aproximadamente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto complementa que los alimentos X1, esto es, pan, cereales y aceite, pesan un 17% en la canasta, y que a ello hay que agregarle el 3% por concepto de carnes. Indica que si a ello se suman las verduras, que representan alrededor de 3%, se llega a un 23%, aproximadamente.

El Presidente señor José De Gregorio señala, entonces, que la participación de los alimentos en el IPC alcanza a un 23% en Chile y que de este, 17% corresponde a los alimentos extranjeros citados. Añade que el precio de los alimentos en pesos aumentó 10% desde junio del año pasado y que si ese incremento se trasmitiera completamente, significarían dos puntos adicionales de inflación.

El señor Claudio Soto señala que se referirá a este tema en detalle cuando presente el escenario interno.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y las distintas intervenciones y comentarios, y da paso a la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comienza su presentación refiriéndose a los puntos destacados desde la última RPM. Alude, en primer término, a la depreciación del tipo de cambio con posterioridad a la intervención, que llegó a bordear los $500, pero que se ha revertido marginalmente, alcanzando al inicio de la jornada a $488; en segundo lugar, a las expectativas de inflación, que se han movido al alza, en un

contexto de aumento de precios de alimentos y de combustibles; y, por último, a que lo anterior se da en un contexto en que la demanda interna y la actividad se mantienen bastante dinámicas, con condiciones crediticias que también son expansivas.

En materia de actividad, precisa que el dato del Imacec de noviembre, de 6,2%, sorprendió al mercado y también al Banco, ya que fue mayor que lo proyectado. Señala, al respecto, que si bien se había considerado como supuesto de trabajo que la caída del Imacec en octubre sería de carácter transitorio y que se recuperaría al mes siguiente, la reversión fue algo más intensa que lo anticipado.

A nivel sectorial, comenta que la industria, que si bien recuperó con fuerza con posterioridad al terremoto, se encuentra estancada desde hace varios meses y se ubica en el margen en niveles que aún son bastante más bajos que el máximo observado antes de la crisis, esto es, a mediados de 2008. Agrega que las exportaciones del sector industrial, que se vieron muy afectadas por dicha catástrofe, se han recuperado significativamente en los últimos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta a qué corresponde la producción industrial de oferta. El señor Claudio Soto responde que está determinada por el sector oferta, que corresponde, básicamente, a pesca y Methanex.

El señor Claudio Soto prosigue, haciendo presente que el sector comercio también exhibe un alto dinamismo, en especial, el comercio minorista, donde destacan las ventas de automóviles y otros productos no durables.

En cuanto a las perspectivas de los empresarios, informa que las percepciones son bastante positivas, y que respecto de la RPM anterior, destaca el aumento de la percepción positiva de los empresarios del sector construcción, en coherencia con lo proyectado, alcanzado un nivel que no se observaba desde mediados del año 2007. Añade que esto apoya, de cierta forma, la visión de que las condiciones crediticias han mejorando y que la demanda por créditos ha aumentado. Comenta, de hecho, que las colocaciones comerciales experimentan en el margen un incremento significativo en diciembre, así como también las colocaciones para comercio exterior.

Por el lado de la demanda, menciona que algunos indicadores dan cuenta de que el consumo sigue dinámico y que las importaciones de bienes de consumo continúan creciendo con fuerza en términos reales. Llama la atención, en todo caso, que hubo un retroceso en la percepción de los consumidores en noviembre y más intensamente en diciembre, en términos desestacionalizados, ubicándose ahora en el límite del terreno optimista, mientras que el dato sin desestacionalizar es bastante positivo.

Con todo, destaca que las colocaciones para consumo y para vivienda continúan con un alto dinamismo, citando, al respecto, que los datos parciales de los meses de noviembre y diciembre dan cuenta de que las variaciones mensuales no solo son mayores que las observadas en los meses anteriores, sino que este crecimiento debiera continuar en los meses venideros.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere al gráfico relativo a las importaciones reales y nominales, que muestra una cierta tendencia y una pendiente imaginaria que dan cuenta de un aumento de 30% anual, lo que, a su juicio, representa un crecimiento no sostenible y una forma de manifestar un recalentamiento de la economía. Hace presente que una situación similar se ha repetido varias veces en ciclos pasados de la historia de Chile, por lo que sugiere ahondar en ello y comparar la situación actual con aceleraciones no sostenibles de las importaciones en el pasado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera aclara que este dato es la contraparte de las importaciones de bienes de consumo durables, que tienen trayectorias caracterizadas por caídas violentas del orden de 20%, y recuperaciones también

muy significativas, con la expectativa que debiera asentarse en una tasa de crecimiento algo más normal. En todo caso, manifiesta compartir el planteamiento del señor Vicepresidente, en cuanto a que esa tasa de crecimiento de las importaciones no es sostenible.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto declara compartir también el planteamiento antedicho, no obstante lo cual señala que es preciso recordar que esa tasa está influida por el terremoto, que generó mayores importaciones que lo habitual.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sostiene que el aumento de las importaciones de bienes durables obedece a una percepción de prosperidad futura, que muchas veces no está bien fundada. Enfatiza en la necesidad de revisar ciclos anteriores de aceleración de la economía y de recuperación sostenida de las importaciones, ya que constituyen la antesala de los frenazos.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que sin minimizar en absoluto lo que puede implicar una tasa de crecimiento de la magnitud señalada, según este gráfico, las tasas de crecimiento de los años 2006 y 2007 fueron aún mayores y cercanas al 40%, porque la base era mucho menor.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que lo más adecuado es tomar una serie muy larga de importaciones mensuales y determinar, por ejemplo, cuántas veces el promedio móvil de 18 meses de su tasa anual de crecimiento superó el 25% y cuántas veces superó ese nivel sin que fuera seguido de un frenazo de la economía, con el fin de establecer su capacidad anticipatoria de estas situaciones. De esta forma, si ocurre que en nueve de cada diez veces anticipó un frenazo, significará que su capacidad predictiva es muy alta, mientras que si ocurre lo contrario, será irrelevante.

El señor Luis Óscar Herrera destaca que la evaluación del comportamiento del consumo durable y de las importaciones implícita en los análisis y proyecciones, contempla que esta trayectoria se tiene que atenuar en los próximos meses. Indica que si ello no ocurre, constituirá un síntoma de que el crecimiento de la economía es mayor que lo proyectado y, por lo tanto, que no se están cumpliendo las proyecciones del Banco.

El Presidente señor José De Gregorio enfatiza que el punto de fondo del IPoM y de la evaluación que efectúa el Banco al respecto, es que el dinamismo de las importaciones se modera. Informa, además, que se está monitoreando su evolución para la elaboración del próximo IPoM.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta su preocupación porque quede una visión errada sobre la importancia que se le atribuye a esta situación. Por esta razón, insiste en que todos concuerdan con el planteamiento expuesto por el señor Vicepresidente, precisando nuevamente que la expectativa en el escenario base es que el crecimiento de las importaciones tiene que moderarse. Subraya que si continúa esta tendencia, habrán evidencias de que la economía está en un proceso de recalentamiento y, por lo tanto, ello llevará a reconocer y considerar que la economía está con una tendencia más acelerada y a adoptar decisiones, si es necesario.

El Presidente señor José De Gregorio señala que no hay lugar a discusión en cuanto a que de persistir esta tendencia, se estará ante un problema de excesivo crecimiento respecto de lo contemplado en el escenario base.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que el escenario base de septiembre último contemplaba que el ciclo se iba a moderar hacia fines del año pasado, pero no fue así, razón por la cual se efectuó un recálculo y se elaboró un nuevo escenario, en el cual se volvió a una trayectoria de equilibrio. Indica que, en su opinión, la información sobre tipo de cambio y de comportamiento de las importaciones contiene un elemento anticipatorio de frenazo o de vulnerabilidad que ha sido recurrente en el pasado, lo cual no sería malo, porque cuando se está ante un escenario de apreciación cambiaria, las fuerzas

inflacionarias, que constituyen un síntoma característico de recalentamiento, quedan escondidas detrás del crecimiento de las importaciones.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que, sin desconocer el planteamiento del señor Vicepresidente, es de opinión que esta situación debe ser analizada desde varios ángulos. Hace notar, al respecto, que llama la atención que por el lado del crédito no aparezca un correlato tan claro y manifiesto de este crecimiento de las importaciones, ya que las colocaciones están creciendo a tasas que no se pueden catalogar de exageradas, lo que normalmente sería parte de una ecuación de recalentamiento. Señala que surge, entonces, la pregunta sobre el origen del financiamiento de las importaciones, como, por ejemplo, de las cuantiosas compras de automóviles. Comenta que no son los bancos, aparentemente, los que están otorgando créditos para este objeto, lo que reflejaría que las estadísticas no están capturando esta información en forma correcta. Agrega que la respuesta tampoco está en la masa salarial, cuyo crecimiento moderado no es suficiente para financiar el aumento de las importaciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que el crédito aumenta y que las tasas de variación anual superan el 10%, magnitud que, en todo caso, es insuficiente para explicar el financiamiento del nivel actual de importaciones, corroborando, de esta forma, lo expresado por el Consejero señor Enrique Marshall.

Respecto de las proyecciones de crecimiento, informa que no se cuenta con antecedentes que lleven a un cambio sustantivo en la proyección, sino que solo a algunos ajustes a nivel sectorial, como es el caso de la corrección al alza en recursos naturales. Hace presente que aún se sostiene que el crecimiento del año pasado alcanzó a 5,2%, pero que en el margen podría haber sido 5,3%, considerando el dato del Imacec de noviembre. Añade que la economía crecería 8,4%, aproximadamente, en el primer trimestre de este año, algo por sobre lo proyectado el mes pasado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por las razones del cambio en las proyecciones del sector pesca. El señor Claudio Soto responde que hubo una corrección ex post de las cifras de octubre y noviembre. El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña complementa, explicando que esas correcciones corresponden a los desembarques de pescado y obedecen al hecho que las proyecciones trimestrales van mejorando conforme se van recopilando los datos mensuales. Agrega que, inicialmente, había una proyección bastante pesimista por la tendencia que se traía del trimestre anterior, pero que se corrigió con el dato de octubre, que fue muy positivo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta si es posible conocer la diferencia existente entre las importaciones y las coberturas de importaciones como parte de la información del crédito implícito externo para las importaciones, porque un intermediario que importa automóviles y no los paga hasta un año después, no necesita crédito bancario para otorgar, a su vez, crédito al comprador.

El señor Ricardo Vicuña señala no tener certeza si esa información se puede obtener en forma exacta a partir del detalle del tipo de financiamiento del importador. El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que la información efectiva de las importaciones que han ingresado al país aparece en la balanza de pagos, en tanto que aquella referida a la cobertura de importaciones, si bien no forma parte de la balanza de pagos, se encuentra en otra base de datos. En su opinión, debería existir alguna relación entre una y otra, y aclara que las coberturas de importaciones no son necesariamente simultáneas al ingreso de las importaciones.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que el Servicio Nacional de Aduanas tiene, para cada transacción, una medida del plazo de pago de la importación correspondiente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán menciona que existió el flujo de caja de la balanza de pagos, que permitía efectuar esa comparación, explicando que es distinto de los estándares de contabilidad devengada que tiene la balanza de pagos actual.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el crédito de proveedores otorgado por empresas extranjeras para financiar las importaciones debe quedar reflejado en la balanza de pagos. Sobre el particular, informa que se ha observado que el aumento de las importaciones trae consigo un incremento de la deuda asociada al comercio. Añade que si ello no es así, la diferencia podría obedecer a estadísticas inexactas o al hecho que las empresas importadoras de automóviles no efectúan un registro adecuado de sus operaciones.

El señor Ricardo Vicuña explica que el cálculo se realiza sobre la base de un supuesto acerca del período de pago, por cuanto solo se dispone de información de empresas grandes, como es el caso de Enap y Codelco.

El señor Claudio Soto continúa con el detalle de las proyecciones, comentando que el crecimiento real anual de las importaciones alcanzará a alrededor de 15% en el primer trimestre del presente año. Al respecto, hace presente que este constituye el mejor indicador de la tendencia de su crecimiento, no así el 30%, que correspondió a la variación real registrada en el primer trimestre del año 2010 respecto de igual trimestre del año anterior, cuando estas estuvieron muy deprimidas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán disiente de la afirmación del señor Claudio Soto, en cuanto a que las importaciones han venido creciendo, ya que la información expuesta refleja que la variación anual real fue de 34,9% en el segundo trimestre del año 2010; 34,4% en el tercero; 25% en el cuarto y 28,5% en el 2010 luego de lo cual cayó a 14,6%, que corresponde a la proyección para el primer trimestre de este año. Aclara que con ello no se está señalando que los datos objetivos dan cuenta de una desaceleración, sino que se está haciendo referencia a una proyección. En razón de ello, reitera la necesidad de revisar los datos efectivos y no las proyecciones para sacar conclusiones.

El señor Claudio Soto continúa con la presentación, refiriéndose al mercado laboral. Destaca que la tasa de desempleo continúa cayendo y que ello se asocia en los últimos meses a factores estacionales. Agrega que la estimación de la tasa desestacionalizada es más bien constante y que la creación de empleo en el margen se relaciona al sector agrícola, que se encuentra en el período de contrataciones.

Precisa, asimismo, que la dinámica del empleo durante el último año ha estado muy concentrada en el empleo por cuenta propia. Sobre el particular, hace el alcance que la nueva encuesta arroja que a partir del año 2007 en adelante hubo más bien una desacumulación de empleos por cuenta propia y un fuerte crecimiento de asalariados, no así desde abril último a la fecha, período en que gran parte de la creación de empleo ha correspondido a empleo por cuenta propia y en menor grado a empleo asalariado, aunque en el margen se advierte ya un mayor crecimiento de este último.

En cuanto a los salarios, hace presente que siguen creciendo en torno a 3%, en términos reales, mientras que el CMO a una cifra algo menor, si se consideran solamente las remuneraciones.

El señor Claudio Soto prosigue, destacando que la inflación del IPC fue de 3% en el año 2010. Al respecto, detalla que todos los componentes de la inflación registraron variaciones positivas, y que en el caso de las estimaciones subyacentes también las hubo, pero luego de registrar variaciones negativas durante un par de meses.

Agrega que hubo algunas sorpresas, ya que se proyectó un IPC de -0,1% para el mes de diciembre y el dato efectivo fue 0,1%. Menciona que la diferencia de dos décimas se concentró básicamente en transporte y en carnes, que registraron alzas mayores que las previstas.

En cuanto a la nueva proyección de inflación, indica que tiene como supuestos un tipo de cambio más depreciado, de $495, que es levemente superior al dato *spot* y corresponde al promedio de los últimos diez días; un precio del combustible más alto, explicado por los precios internacionales; y variaciones del precio de frutas y verduras menos negativas que lo considerado anteriormente, dada la evolución que han seguido estos componentes.

Adicionalmente, hace presente que, atendida la evolución de los combustibles y de acuerdo con el polinomio de ajuste del Transantiago, se producirían dos alzas de $10 cada una, estimándose que se materializarán en los meses de marzo y abril. Respecto de estas últimas, aclara que no solo obedecen a mayores costos, sino que también a la necesidad de compensar el déficit que mantiene el sistema, ya que la evaluación del Comité de Expertos indica que el subsidio que se aprobó a mediados del año 2010 no alcanzaría para cubrir los costos de aquí a fines del presente año. Además, y a propósito de la noticia publicada en la edición de ese día en el diario La Tercera, comenta que si bien no es información oficial, sino que de carácter casuístico, tiene el sustento mencionado, esto es, que serían necesarias alzas adicionales para poder cerrar la brecha, la primera de las cuales sería de $20 y se concretaría en el mes de febrero. Agrega, al respecto, que un alza de $20 se traduciría en una décima más en la inflación respecto de lo proyectado.

Con respecto al precio de la carne, en tanto, indica que para la proyección se está considerando que las alzas observadas se mantienen de manera persistente, pero que la pendiente no aumenta, mientras que sí se están considerando alzas algo mayores en los precios de los alimentos X1.

En consideración a los supuestos indicados, concluye, entonces, que la inflación del IPC estaría transitoriamente algo por debajo del 3% durante los meses de enero y febrero por efecto base de comparación, mientras que en marzo se ubicaría nuevamente por sobre 3%, y entre 3,5 y 3,7% en el segundo trimestre del presente año.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por las razones detrás de la variación mensual del IPC de 0,7% que se estima para el mes de marzo.

El señor Claudio Soto explica que se debe a un efecto estacional derivado del alza de las matrículas, que, en todo caso, no debería repetirse en los próximos doce meses. Recuerda, al respecto, que el alza del año anterior ocurrió en momentos en que la inflación estaba cayendo de manera significativa. Aclara, asimismo, que en otras ocasiones se ha proyectado que las matrículas de la Universidad Católica y la Universidad de Chile se reajustan de acuerdo con la variación del IPC, pero que ello no se puede hacer extensivo a las demás, estimándose que el INE sí encuesta a todas ellas. Por último, indica que las alzas por este concepto se observan siempre en los meses de diciembre y marzo, agregando que el único antecedente disponible arroja que en diciembre último fueron algo mayores que lo anticipado.

El señor Claudio Soto prosigue, señalando que para los efectos de determinar la incidencia del tipo de cambio en esta proyección, se llevó a cabo un ejercicio muy sencillo de suponer un tipo de cambio de $475, que se mantiene hasta mayo próximo y que corresponde al considerado en la RPM pasada. Precisa que bajo este supuesto, la proyección se ajusta a la baja en tres décimas.

Respecto del precio de los alimentos, el señor Claudio Soto se refiere al índice de Goldman Sachs de granos y cereales, a diferencia del índice de la FAO que presentó el Gerente de Análisis Internacional anteriormente. Hace presente que de acuerdo con este, se observa que el alza acumulada durante el año 2007 es más bien equivalente a la registrada entre julio del año 2010 y junio del año 2011. En cuanto a los traspasos, destaca que han sido menores en los precios de los alimentos X1, agregando que en la proyección se está suponiendo que continuarán siendo más acotados, debido, por una parte, al *shock* de energía, que está siendo menos intenso que lo contemplado previamente, y, por otra parte, porque los márgenes incluidos en el IPoM permanecieron elevados luego de la caída de estos precios, existiendo espacio, por tanto, para que aumenten los costos, sin que ellos se vean reflejados en los precios. Con todo, señala que lo anterior constituye un elemento de riesgo en la proyección, ya que podrían generarse alzas mayores en esta parte de alimentos.

El señor Claudio Soto agrega, finalmente, que los precios de alimentos han contribuido a la inflación en los últimos meses y que su aporte, en especial los de la carne y los alimentos X1, seguirá siendo relevante en adelante. Indica que los bienes importados, por el contrario, están conteniendo la inflación, esperándose que continuarán teniendo una incidencia negativa en los próximos meses.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por la razón para separar la carne de los alimentos. El señor Claudio Soto responde que se excluyeron las carnes del rubro alimentos cuando se definió el X1, porque entonces eran más baratas.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por la contribución de la suma de los alimentos y carnes a la variación del IPC del año pasado. El señor Presidente responde que su contribución fue de 1,5%, esto es, la mitad de la inflación del año 2010.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa con su presentación, indicando que el tipo de cambio se depreció alrededor de 5% en términos multilaterales como consecuencia de la intervención, pero que luego ha tendido a revertirse. Destaca que es interesante observar que la dinámica diaria, medida en términos multilaterales, ha sido bastante similar a la registrada en la intervención del año 2008. Hace notar que entonces, el tipo de cambio siguió depreciándose, en parte por la caída que registró el precio del cobre, y agrega que el aumento de las primas por riesgo sí marcó un cambio mucho más significativo en la tendencia del tipo de cambio, pero que ello ocurrió alrededor de siete u ocho meses después.

En relación con el mercado bursátil, el señor Claudio Soto señala que la bolsa ha registrado vaivenes, pero que medida en pesos, se ha mantenido en niveles similares a los registrados en la RPM anterior.

En cuanto a las expectativas de inflación, informa que se han movido al alza, sobre todo en el horizonte de política, y detalla que las compensaciones uno en uno que se extraen tanto de los bonos como de las curvas de las tasas *swap* muestran una alza relevante, situándose la primera sobre 4% y la segunda algo por debajo de ese nivel.

Asimismo, hace presente que, por primera vez después de varios meses, la mediana de la encuesta respecto de la inflación en el horizonte de política está por sobre el 3%. Sobre el particular, subraya que desde hace varios meses se venía repitiendo que una masa no despreciable de quienes responden la encuesta estimaba que la inflación superaría el 3%, razón por la cual la mediana estaba en el margen de moverse al alza. Explica que, en esta oportunidad, cambió una respuesta, determinando que la mediana sobrepasara ese nivel.

El señor Claudio Soto informa, además, que las tasas de interés de los bonos registraron importantes alzas tras la intervención y el anuncio de emisión de deuda, y que las tasas *swap* han tendido a aumentar. Destaca que al comparar el movimiento de las tasas largas con el observado en el episodio anterior, cuando se anunció el calendario de deuda

del año 2008, ambos resultan ser bastante similares, especialmente en el caso de los BCU-10. Respecto de los BCU-5, en tanto, hace el alcance que las transacciones son muy reducidas, impidiendo efectuar esta comparación.

Indica, a continuación, que las alzas de las tasas *swap* y de los bonos llevan a un empinamiento de la curva *forward* en los tramos más largos. Al respecto, especifica que la curva se desplaza al alza en 30 puntos base, aproximadamente, desde mediados del año 2012 en adelante.

Al concluir con su presentación, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que en cuanto a la opinión del mercado sobre la decisión de política en esta Reunión, las encuestas de expectativas económicas y de operadores financieros arrojan que está marginalmente inclinado por un alza de 25 puntos base, mientras que según Bloomberg, las opiniones están equilibradas entre el alza y la mantención de la tasa.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea una reflexión. Manifiesta que la medicina ofrece muchas analogías para la economía, señalando, al efecto, que tal como la medicina preventiva es mucho más eficaz que la medicina curativa, la adopción por parte del Banco de medidas para prevenir el descontrol de las expectativas es más eficaz y menos costosa para la economía que aplicar medidas para frenarlas.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las distintas intervenciones y, siendo las 13:00 horas, suspende la sesión e informa que se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 165.

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

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, mencionando los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

En relación con la economía internacional, indica que continúan las señales positivas de actividad en Estados Unidos y en otras economías desarrolladas, pero con una baja creación de empleos. Informa que si bien se han producido alzas adicionales en los precios de activos riesgosos, se han detenido los aumentos de las tasas de largo plazo, tanto nominales como reales, mientras que los precios de las materias primas, que incluyen cobre, alimentos y energía, siguen aumentando, exacerbando las presiones inflacionarias en economías emergentes. Agrega que el dólar muestra movimientos mixtos en los mercados internacionales, depreciándose en las dos últimas semanas de diciembre y apreciándose en las dos primeras de enero; y advierte que continúan los riesgos relacionados con la situación fiscal en Europa y que han surgido preocupaciones respecto de otras economías con alto nivel de deuda pública o déficit fiscal, como son Bélgica e Italia.

En cuanto a Chile, señala que tras el anuncio de las medidas de compra de divisas, el peso acumula una depreciación del orden entre 4 y 5% respecto del dólar y sus socios comerciales. Subraya que el Imacec mostró mayor dinamismo en el mes de noviembre, compensando la moderación del mes previo, y que las expectativas privadas de crecimiento para los años 2010 y 2011, así como las proyecciones de la Gerencia de División Estudios, no presentan cambios relevantes a la luz de estos desarrollos. Destaca, asimismo, que el empleo continúa aumentando con vigor y se reduce la tasa de desempleo, y que el

consumo mantiene su impulso gracias a las favorables condiciones laborales y crediticias. Hace notar, además, que la inflación de diciembre superó levemente las expectativas de mercado, así como las proyecciones internas y que, a diferencia de meses anteriores, todas las medidas subyacentes mostraron incrementos en el último mes.

Siempre en el ámbito interno, manifiesta que las encuestas y los premios financieros muestran un aumento de las expectativas inflacionarias, situándose en la mitad superior del rango de tolerancia para la inflación. Hace presente que si bien los aumentos son más intensos para las medidas de expectativas de corto plazo, esto es, hasta un año plazo, en línea con lo que serían los efectos transitorios de la depreciación del peso sobre la inflación, es necesario advertir también que se observan incrementos en las medidas de expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Al respecto, llama la atención particularmente sobre la evolución al alza que han tenido las expectativas a dos años plazo a lo largo de los últimos meses y también en el mes de enero.

Menciona que otro antecedente relevante dice relación con las proyecciones internas de IPC de corto plazo, es decir, de aquí a 6 meses, que se corrigen al alza en 90 puntos base, desde 2,6 a 3,5%, incorporando las novedades de inflación de diciembre, así como los efectos de la depreciación del peso y el mayor precio de combustibles y alimentos internacionales. Agrega que las proyecciones de inflación subyacente se ajustan marginalmente al alza, en 40 y 20 puntos base en el caso del IPX e IPX1, respectivamente.

Comenta, asimismo, que tras los anuncios de emisión de deuda interna del Fisco y del Banco, las tasas de los bonos de largo plazo, nominales y reales, mostraron aumentos significativos. Hace notar que, a pesar de ello, las encuestas de los analistas y operadores no indican un cambio relevante en las expectativas para la política monetaria, ni al alza, en concordancia con la evolución de los bonos, ni tampoco a la baja, por un cambio en la interpretación respecto de la trayectoria futura de la política monetaria.

A título de último antecedente relevante a mencionar desde la última Reunión, hace presente que para esta ocasión en particular, las opiniones de los analistas y operadores respecto de la TPM están divididas, ya que una leve mayoría anticipa un aumento de 25 puntos base, en tanto que una fracción importante del mercado espera la mantención de la tasa.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes un incremento de la TPM en 25 puntos base, hasta 3,5%; o una pausa transitoria en este proceso, manteniendo la TPM en su nivel actual de 3,25%, pero señalando que continúa el sesgo restrictivo o al alza para la trayectoria de tasas de los próximos meses. Al respecto, expresa que la recomendación en esta oportunidad es por la segunda opción, esto es, mantener la tasa, por los fundamentos que mencionará a continuación.

El señor Luis Óscar Herrera indica que la estrategia de política monetaria delineada en el IPoM de diciembre último contemplaba continuar retirando gradualmente el estímulo monetario, a un ritmo similar al incorporado por las expectativas de mercado en este momento, incluyendo la posibilidad de realizar pausas transitorias durante este proceso de normalización de la tasa. Explica que esta gradualidad refleja el balance necesario entre las presiones inflacionarias asociadas al cierre de holguras en la economía nacional y condiciones monetarias que aún son estimulativas, aunque en menor grado que hace algunos meses y, por otra parte, los riesgos deflacionarios asociados a un eventual deterioro del escenario externo, como consecuencia de los severos problemas fiscales y financieros por los que aún atraviesan las economías avanzadas y/o un ajuste más pronunciado del crecimiento en China y otras economías emergentes. Agrega que también es necesario señalar que en las condiciones actuales existe un mayor grado de incertidumbre sobre cuál es el nivel de la tasa neutral por la inusual situación de tasas y ciclo de las economías avanzadas.

52

Destaca que esta estrategia de normalización monetaria continúa vigente y que, en principio, es compatible con ambas opciones, esto es, una pausa o un aumento de la tasa en 25 puntos base. Menciona que la principal novedad desde la Reunión anterior es la depreciación del peso tras el anuncio del plan de compra de divisas por parte del Banco Central, y que los efectos de esta medida aún son recientes para sacar conclusiones respecto del nivel en el que se asentará la moneda y sus consecuencias inflacionarias. En su opinión, si el peso se mantuviera en los valores recientes, su impacto sobre la inflación debería ser transitorio y acotado, tal como lo refleja la evolución reciente de las expectativas privadas y la revisión de las proyecciones internas.

En este contexto, plantea que la opción de continuar aumentando la TPM podría justificarse, porque el actual nivel de la tasa aún es expansivo, las brechas de capacidad continúan cerrándose y los términos de intercambio continúan mejorando. Indica que a ello se agregan, además, los mayores riesgos de eventuales *shocks* de oferta por alzas internacionales en los precios de materias primas, incluyendo alimentos y energía, así como la reciente depreciación del peso, subrayando que una preocupación fundamental para la política monetaria es que este tipo de *shocks*, de producirse, no generen efectos de segunda vuelta sobre el resto de los precios. En todo caso, manifiesta que si bien el entorno para la política monetaria se ha tornado más desafiante, no altera el escenario central descrito en el IPoM y no justifica una revisión de la estrategia delineada para la política monetaria.

Sin embargo, a su juicio, una reacción de la política monetaria a la depreciación del dólar y el aumento de las perspectivas de inflación de corto plazo podrían entregar un mensaje errado respecto de la relevancia de esta corrección para las perspectivas inflacionarias, particularmente porque esta situación cambiaria continúa fluida y es incierto en qué nivel se asentará el peso.

Por otra parte, indica que la opción de realizar una pausa transitoria se justifica a la luz de la evolución reciente de la inflación, que si bien en diciembre mostró tasas algo mayores que en los meses anteriores, son tasas aún moderadas en términos de su variación mensual, especialmente en sus mediciones subyacentes. Hace notar, asimismo, que se mantienen vigentes los riesgos negativos del escenario externo, por cuanto la incertidumbre respecto de la situación fiscal y bancaria en Europa no se ha moderado, sino, por el contrario, se han sumado nuevos focos de preocupación; los registros inflacionarios han continuado aumentando en China y otras economías emergentes, y estas han adoptado medidas adicionales de restricción crediticia y monetaria.

Finalmente, manifiesta que también es necesario considerar que la expansividad de la política monetaria se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos meses, lo que ha llevado a moderar la velocidad de corrección de la tasa de interés. Más aún, señala que si la tasa de corto plazo permaneciera estable en las circunstancias actuales, el aumento observado en las tasas de los bonos de largo plazo luego del anuncio de esterilización vía bonos contribuye a restar estímulo a la demanda interna, al menos en el corto plazo.

Con respecto a las consideraciones tácticas, expresa que, a diferencia de las reuniones anteriores, en esta oportunidad parece recomendable alejarse de la opción levemente mayoritaria de mercado y mantener la TPM en 3,25%. Respecto de esta alternativa, estima que esta decisión no gatilla una revisión significativa de la trayectoria esperada para la tasa de interés, y ha estado entre las opciones que se han discutido en los últimos meses, lo que es conocido por los agentes de mercado; la trayectoria de normalización esperada por el mercado tiene implícitas pausas intermedias dentro del año; y las opiniones de la encuesta presentan un mayor grado de dispersión que lo habitual, encontrándose divididas las expectativas entre las alternativas de mantención de la TPM y alza de 25 puntos base.

52

Sin embargo, para evitar riesgos o confusiones de esta decisión que pudieren derivar en una revisión de la trayectoria de tasas o, peor aún, de las expectativas inflacionarias, plantea que es fundamental que la decisión de no subir la TPM, si se adopta, vaya acompañada de un pronunciamiento que indique que se mantiene el sesgo restrictivo o alcista para la trayectoria de la política monetaria en los próximos meses.

Con estas consideraciones, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que la recomendación es por mantener la TPM en 3,25%, pero señalando que se trata de una pausa transitoria y que el Banco contempla continuar retirando estímulo monetario en los meses venideros, en línea con lo anticipado en el último IPoM.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del señor Luis Óscar Herrera y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón señala que los datos conocidos desde el cierre del IPoM a la fecha, dan cuenta de una actividad y precios algo más elevados, pero que no modifican mayormente la trayectoria contemplada en dicho informe y destaca que la gran noticia es la intervención cambiara acordada por el Banco.

Reitera lo expresado con ocasión de la RPM de octubre, esto es, que hubiera sido mejor adelantar el proceso de alzas de TPM para tener más grados de libertad para actuar cuando se decidiera intervenir, por cuanto esta ya era probable tres meses atrás. Manifiesta que como ello no aconteció y hoy la TPM aún está lejos de la tasa neutral, esta decisión de política es especialmente delicada, ya que el Consejo deberá tomar en consideración elementos como la consistencia entre la decisión de intervenir y continuar subiendo la TPM, las expectativas de inflación a dos años que se han levantado y el cierre inminente de brechas.

El señor Beltrán de Ramón expresa que, en su opinión, para que la intervención funcione, debe operar bajo dos canales. Señala que el primero de ellos es el canal del balance que hoy está operando plenamente, en que se compran divisas y se inyecta un exceso de bonos en la economía, títulos que deprecian la moneda por el hecho que no son perfectamente sustitutos de los activos externos. Indica que el segundo corresponde al canal que la literatura denomina el canal de la señal, bajo el cual el mercado debe interpretar que la intervención cambiaria tiene un efecto inmediato en reducir el ritmo de normalización de política monetaria. Subraya que este canal se testeará con fuerza en la presente reunión, pero también en la minuta que saldrá prontamente y en los comentarios que formulen los Consejeros a la prensa en las próximas semanas respecto del curso de la política monetaria. Advierte, especialmente, que este último canal es de manejo riesgoso cuando la TPM está debajo de la neutral, porque hacer una pausa y dar en el comunicado señales *dovish* podría afianzar la decisión de intervención, pero, al mismo tiempo, la contrapartida es elevar más las expectativas de inflación y subir las tasas nominales en toda la curva.

Destaca que la trayectoria de alzas de tasas que está implícita en el IPoM contempla pausas dentro de este año y este trimestre, que ya habían sido internalizadas por los agentes antes de la intervención, y que los movimientos recientes en el tipo de cambio post intervención y su transmisión inmediata a los precios de los combustibles cambiaron las expectativas para que una mayoría relativa se inclinara por un alza en esta Reunión.

En opinión del señor Beltrán de Ramón, por razones tácticas, es conveniente hacer una pausa en esta Reunión. Expresa que si se adopta una decisión distinta, le quitaría solidez a la intervención, afectando el canal de la señal, pero reconoce también que se corre el riesgo de que el mercado lo interprete como un titubeo del Banco Central de Chile y una eventual mayor tolerancia a la inflación, tal vez transitoria.

Con respecto al último párrafo del comunicado, que, a su juicio, resume de mejor manera el curso de la política monetaria, plantea que habrá una tensión entre señalar que la trayectoria de TPM hoy es más baja que la contemplada en el IPoM para afianzar el canal de señal de la intervención cambiaria, y el decir que esta debe ser aún más alta que la contemplada en dicho Informe, con el objeto de anclar las expectativas de inflación y bajar las tasas nominales. Manifiesta que ambas trayectorias responden a dos objetivos que hoy son antagónicos: un tipo de cambio más alto y una TPM también mayor.

Habida consideración de lo anterior, recomienda ser neutral en este párrafo, para lo cual el Consejo debería afirmar que esta pausa no altera el curso de la política monetaria contemplada en el IPoM entregado en diciembre 2010.

El Presidente señor José De Gregorio agradece los comentarios del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes.

El señor Luis Felipe Céspedes señala que, en su opinión, antecedentes marginales, no obstante tenues, ponen en el radar un escenario de potencial deterioro de las expectativas inflacionarias. Menciona que algunos indicadores, en particular, apuntan a que el tema inflacionario puede ganar espacio en la discusión pública, escenario que podría estar acompañado de preocupaciones respecto de la capacidad de la política monetaria para lograr una inflación de 3% en el horizonte de política.

Al respecto, plantea que lo clave es que ese potencial riesgo de percepción de pérdida de control tiene un grado de endogeneidad, ya que depende, en parte, de cómo se perciban las acciones del Banco. Sostiene que es precisamente en esta dimensión que, manteniendo la misma cuota de reducción del estímulo monetario, una estrategia que lo reduce marginalmente más rápido puede reducir la probabilidad del escenario de riesgo.

A su juicio, subir hoy y postergar la pausa reduce los riesgos de un escenario menos favorable en materia de expectativas de inflación, ya que, de esta forma, puede ayudar a reducir la posibilidad de tener que dar paso en el futuro a una política monetaria más restrictiva que la presupuestada ex - ante.

Al concluir su presentación, reitera que se está frente a un escenario de riesgo y no ante a un escenario que se haya materializado. Por esta razón, estima que en esta ocasión es posible mantener inalterada la estrategia global de retiro monetario delineada en el IPoM y, al mismo tiempo, buscar reducir la posibilidad de una contaminación de las expectativas de inflación.

El Presidente señor José De Gregorio agradece los comentarios del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín señala que la cifra de inflación de diciembre fue de 0,1% mensual y de 3% en doce meses, y que en el resultado del mes destacaron las alzas de la carne de vacuno y de los plumíferos, en particular el pollo, debido fundamentalmente a las festividades de fin de año, que tuvieron una incidencia conjunta de 0,15 puntos porcentuales.

Por otro lado, indica que nuevamente se registraron caídas generalizadas en la división de prendas de vestir y calzado, así como también caídas importantes en diversos precios de equipos tecnológicos relacionados con las políticas comerciales de las empresas que ofrecen mayores descuentos en sus modelos previos, en la medida que realizan la renovación de sus *stocks* a un dólar menor.

252

Hace presente, además, que el IPCX registró una variación mensual de 0,3%, mientras que el IPCX1 aumentó 0,1%, con lo que las mediciones en doce meses se ubicaron en 2,5 y 0,1%, respectivamente. Así, hace notar que, aunque la inflación del año 2010 se ubicó en 3%, el IPCX1 registró un aumento de solo 0,1% en este período, confirmando el hecho que el alza de la inflación durante el año 2010 se debió esencialmente a fenómenos puntuales y que no hubo un alza de precios generalizada.

Sin embargo, subraya que una fuente de potenciales riesgos inflacionarios es el aumento de los precios ligados a la evolución del dólar y su eventual traspaso a otros precios de la economía, en particular de aquellos que son utilizados como insumos en la elaboración de otros productos. No obstante, cree que es importante destacar que, en la visión de ese Ministerio, los precios no estaban ajustados al tipo de cambio de $ 465 y, por lo tanto, se había originado un colchón que hace esperable que la depreciación a partir de $ 465, punto mínimo que tocó el tipo de cambio, no se traspase completamente y que el traspaso a los precios sea bastante parcial.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín prosigue, haciendo especial mención a la aprobación, el día anterior, del nuevo Sistema de Protección de Precios de Combustibles (SIPCO), y que en una segunda etapa derivará en la contratación de un seguro internacional denominado SEPCO. Explica que este último es un seguro adicional que protege a los consumidores en caso de registrarse alzas importantes o bruscas en los precios internacionales, no así del tipo de cambio, agregando que este mecanismo no estaba vigente durante la segunda mitad del año 2010, porque el 1 de julio expiró el antiguo Fondo de Estabilización (FEPCO).

Menciona, asimismo, que si bien la encuesta de expectativas económicas de enero mostró un aumento en la inflación esperada para el año 2011, que pasó a 3,6% de 3,2% en la encuesta anterior, las expectativas para el año 2012 ubican la cifra en 3,2%. Manifiesta que esto se ratifica al medir las expectativas de inflación usando las tasas de mercado de los BCP y BCU a 5 años, que arrojan un valor de 3,2%, y agrega que de estos datos se desprende que las expectativas de inflación siguen ancladas a plazos más largos en un valor muy cercano a la meta del Banco Central.

Plantea, además, que otra fuente de potencial riesgo inflacionario es el crecimiento paulatino de los salarios. Sin embargo, comenta que, por el momento, el dinamismo del mercado laboral se ha reflejado más bien en un importante incremento en el empleo, subrayando que la creación de empleo de más de 385.000 unidades desde el trimestre enero-marzo así lo muestra.

Por otro lado, destaca que el fuerte dinamismo de la actividad económica interna continúa. Sobre el particular, precisa que el Imacec de noviembre estuvo por sobre lo esperado por el mercado, alcanzando un crecimiento interanual de 6,2%, influido por la fortaleza del comercio, de la construcción, del transporte y comunicaciones y un mejor desempeño de la industria. Recalca que el resultado es sólido, considerando que la base de comparación se volvió mucho más exigente a partir del mes de noviembre pasado.

El señor Felipe Larraín prosigue, señalando que en el frente externo, la cifra de empleo del mes de diciembre arrojó una creación mensual de 103.000 empleos en Estados Unidos, lo que implica una recuperación más lenta que lo esperado por el mercado. Indica que si bien la tasa de desempleo bajó a 9,4% desde 9,8% en el mes anterior, se encuentra aún muy elevada y supera en más de 3% a los niveles precrisis. En cuanto a los datos económicos, en tanto, acota que apuntan a una mejora en el crecimiento para el último trimestre de 2010.

Respecto de Europa, manifiesta que las turbulencias financieras continúan y que los problemas de los países en posiciones financieras más frágiles han contagiado a otras economías de la región, lo que se ha visto reflejado en un aumento del riesgo de acuerdo con los *CDS* a 5 años.

En este contexto, señala que los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial. Sin embargo, hace notar que el fuerte incremento de la inflación en China llevó a las autoridades, a fines de diciembre, a dar el primer paso en el proceso de normalización monetaria, aumentando la tasa de política en 25 puntos base, lo que generó algunos temores en los mercados internacionales.

El señor Felipe Larraín enfatiza que el Ministerio de Hacienda reitera su compromiso de evitar efectos indeseables sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación a través de la política fiscal.

Expresa que, en esta Reunión, esa Secretaría de Estado considera que lo más recomendable es realizar una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria, explicando que esta recomendación se basa, en primer lugar, en que la intervención cambiaria y el anuncio de esterilización llevaron a un aumento significativo en las tasas de interés real, con lo que las tasas de interés de mercado ya han internalizado, en parte, la necesidad de futuros ajustes en la tasa de política y, por ende, pueden generar, potencialmente, algún efecto sobre la demanda agregada en el corto plazo. En segundo lugar, hace presente que el Ministerio de Hacienda valora la intervención realizada por el Banco Central y que considera recomendable evitar, por el momento, ampliar el diferencial de tasas de corto plazo entre Chile y Estados Unidos para reforzar el mensaje de apoyo a un tipo de cambio más depreciado. Finalmente, manifiesta que parte importante del mercado ve factible una pausa en el proceso de normalización monetaria, por lo que no se deberían afectar al alza las expectativas de la inflación con esta pausa, en la medida que el comunicado mantenga un sesgo alcista, tal como ha ocurrido en Reuniones anteriores.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

A continuación, da paso a la votación, concediendo la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

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

Indica que en el frente externo, las noticias en el margen han sido mejores, aunque se mantiene la incertidumbre, particularmente respecto de la situación financiera en Europa y en las economías emergentes, donde surgen con fuerza preocupaciones de mayor inflación, gatilladas en parte importante por el aumento en el precio de los alimentos.

Subraya que la gran novedad con respecto a la Reunión pasada está en el frente interno, en particular en lo que dice relación con el anuncio de compra de divisas por parte del Banco Central, cuyos efectos inmediatos han sido un aumento en el tipo de cambio y en las tasas de interés. Destaca que ambos efectos son contractivos, por lo que la política implementada tiene, entre sus consecuencias esperadas, un efecto moderador sobre la demanda interna.

En su opinión, la depreciación del peso tiene un efecto innegable sobre la inflación en el corto plazo, aunque reconoce que hay menor claridad respecto de la magnitud de este efecto, que depende, entre otros factores, de los márgenes de comercialización, de las presiones de demanda, y de la medida en que la baja previa ya estaba internalizada en los precios. En todo caso, señala que, desde el punto de vista de la política monetaria, el alza en la inflación producto del mayor tipo de cambio, que obedece, a su vez, a la intervención del propio Banco Central, forma parte de la medida implementada y, por lo tanto, es esperada, además que debiera corresponder a un efecto por una sola vez. Hace presente, asimismo, que el efecto directo es difícilmente contrarrestable en el plazo inmediato por otras medidas contractivas, porque su transmisión a precios es muy rápida, particularmente en una economía como Chile, donde hay una serie de precios que se indexan rápidamente al tipo de cambio, como es el caso del precio de los combustibles.

Plantea, asimismo, que existe otra fuente de presiones inflacionarias que es más permanente, que tiene que ver con el cierre de brechas y también con el aumento en precios de materias primas en el mundo. A su juicio, las preocupaciones con respecto a estos elementos se mantienen, lo que refuerza la estrategia de continuar normalizando la política monetaria planteada en el último IPoM. Explica que ello significa que la estrategia delineada en dicho Informe con respecto a continuar retirando gradualmente el estímulo monetario sigue plenamente vigente. Sobre el particular, destaca que esta estrategia incluía alzas alternadas con pausas en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que se inclina por hacer una pausa en esta ocasión. En su opinión, los efectos de la intervención en el tipo de cambio y la inflación no están plenamente decantados, por lo que estima prudente esperar a que ello ocurra antes de continuar con la normalización monetaria, que, de hecho, pudiera afectar dicho proceso de decantamiento. Indica que a ello se suma una inflación subyacente que continúa muy baja —de 0,1% en doce meses—, así como los riesgos externos que persisten. Hace presente que el Banco Central ha estado adelante de la curva en este ciclo y ha ajustado su política monetaria correspondientemente y que, entre el grupo de países que presenta el *staff* en sus antecedentes, Chile es, por bastante margen, el país que más ajustó su tasa de política monetaria en el año 2010. A su juicio, una pausa ahora está dentro de la estrategia planteada en el IPoM de diciembre, es coherente con la normalización esperada por el mercado durante el año, con la consecución de la meta inflacionaria de acuerdo con las estimaciones del Banco y también con sus acciones recientes de política. Por lo demás, esta pausa se daría en un contexto de alza en las tasas largas por lo antes señalado, lo que significa que hoy se tiene, desde ese punto de vista, una situación más restrictiva que en diciembre.

No obstante lo anterior, manifiesta creer que el Comunicado debe dejar claro que el proceso de normalización monetaria se mantendrá a futuro, esto es, que se mantiene el sesgo alcista de la TPM.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto en esta oportunidad es por mantener la TPM en 3,25%.

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención señalando que, en términos generales, han continuado las mismas tendencias observadas en los últimos meses, tanto externa como internamente.

En el ámbito externo, señala que las cifras y expectativas en Estados Unidos parecen haber mejorado en el margen, aun cuando el mercado laboral permanece deprimido y existe cierta tensión entre las proyecciones favorables de los analistas, los precios de algunos activos financieros y la situación de endeudamiento de los hogares y el fisco. Agrega que en Europa subsiste la alta incertidumbre fiscal y en su sistema bancario, estimándose que debieran persistir por un buen tiempo. Destaca, además, que los precios de las materias primas y alimentos han mantenido su ascenso, dando muestra de una situación internacional bastante promisoria.

En su opinión, mientras se mantengan las dudas sobre la velocidad y sostenibilidad de la recuperación en los países desarrollados, y en un contexto de políticas monetarias muy expansivas en aquellos países, los incentivos a los movimientos internacionales de capital aumentan. Indica que es por ello que en muchos de estos países se observan de manera generalizada aumentos en la demanda interna, en los precios cambiarios y en otros activos, y mayores presiones inflacionarias en los países en desarrollo.

Menciona que Chile no es la excepción a este ajuste. Indica que los últimos datos dan cuenta de un panorama de actividad, demanda e inflación no muy distinto del previsto anteriormente, ya que la demanda interna se mantiene vigorosa, especialmente en su componente de bienes durables e inversión en maquinarias y equipos, y la inflación ha

estado en línea con lo pronosticado, esperándose que la mayor demanda interna, la normalización de las condiciones monetarias y de crédito, la evolución de los salarios nominales y los mayores precios de materias primas continúen ejerciendo presión sobre los precios.

Señala que es evidente que la mayor novedad en el plano interno se deriva de los efectos de la intervención cambiaria, que provocó una depreciación importante del peso, pero que ha mostrado cierta reversión en las últimas jornadas. Indica que en este escenario, se espera que la intervención cambiaria tenga un efecto transitorio sobre el nivel del tipo de cambio, agregando que la duración de este período es incierto y dependerá de manera importante de las condiciones internas y externas que se observen. A su juicio, en la medida que las condiciones que favorecen la apreciación real subsistan, esto acarreará una presión adicional sobre la política macroeconómica, tanto monetaria como fiscal, que deberá ser objeto de un cuidadoso análisis en adelante.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, en el contexto actual no existen elementos para cambiar la trayectoria de tasas de interés considerada en el IPoM, que sugería una normalización gradual durante el año 2011, lo que se justifica, entre otras cosas, en la idea que el impacto de la depreciación del peso debiera ser eminentemente transitorio, y no modifica sustancialmente el panorama de inflación hacia el mediano plazo respecto del que existiría sin intervención cambiaria.

De esta forma, considera que ambas opciones son válidas hoy. Expresa que la necesidad de continuar con aumentos en la TPM es evidente, y que la decisión de esta Reunión no reflejará una definición sobre si se modifica o no la trayectoria de la política monetaria, sino que es más bien una decisión sobre la selección del momento oportuno de estos aumentos. En este sentido, estima que no es una decisión fácil.

A su juicio, la principal ventaja de aumentar la TPM es que emite con claridad la señal de que la normalización de la política monetaria continúa su curso, mientras que su desventaja es que no resulta fácil comunicar que esta decisión no modifica en su esencia el mensaje de política monetaria antes planteado —que estima debe evitarse— y podría entregar la idea de que el Banco está reaccionando a un aumento en las proyecciones para la inflación, lo que no le parece adecuado. Sostiene, además, que no sería sorpresivo que la intervención provoque aumentos transitorios en la inflación.

En cuanto a la opción de mantener la tasa, manifiesta que tiene la ventaja que, siendo coherente con la normalización anticipada de la política monetaria, entrega espacio para un ajuste más adecuado en las tasas de interés y en las expectativas de los agentes, pero tiene la desventaja de que podría ser interpretada como una señal de excesiva permisividad del Banco con la trayectoria futura de estabilidad de precios. Indica que como ello no es el caso, y no debe serlo tampoco, para minimizar ese riesgo, el comunicado debiera mencionar la conveniencia de continuar con el proceso de normalización de la tasa de interés en adelante.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la TPM en 3,25%.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, y señala que se llega a esta Reunión pocos días después del anuncio del programa de acumulación de reservas por un monto de US$ 12 mil millones, cuyos efectos en los mercados financieros locales se encuentran aún en desarrollo.

Hace presente que en el frente externo, las perspectivas de crecimiento se han reafirmado y los sentimientos de mercado han tendido a mejorar. Agrega que los precios de las materias primas y de los alimentos han seguido subiendo y, consiguientemente, la preocupación por la trayectoria inflacionaria en las economías emergentes ha aumentado. Sin embargo, advierte que persisten riesgos importantes que mantienen a los mercados

financieros muy atentos y que deben ser monitoreados por sus implicancias de política, y que la crisis de la deuda soberana de Europa ha recobrado atención en el transcurso de estos días.

En el frente interno, destaca que la noticia más importante es la intervención cambiaria y que frente a ello, los mercados financieros han reaccionado de acuerdo con lo esperado. En este sentido, precisa que el peso se ha depreciado, aunque se han observado fluctuaciones importantes en días recientes, y las tasas de interés se han ajustado al alza, como era previsible.

En materia de actividad, subraya que la economía ha seguido mostrando un marcado dinamismo, dando cuenta de ello el Imacec de noviembre, que volvió a repuntar y estuvo por sobre lo anticipado, impulsado principalmente por el comercio y los servicios.

Por el lado de la demanda, indica que el consumo privado continúa exhibiendo fortaleza, favorecido por expectativas optimistas de parte de los hogares, condiciones crediticias que se muestran bastante normales, y una positiva evolución del empleo y la masa salarial.

En lo fundamental, estima que el dinamismo de la demanda y la actividad deberían continuar en el curso de este año, probablemente con algunos ajustes en cuanto a la incidencia de sus distintos componentes.

Menciona, asimismo, que la inflación anual ha seguido la evolución esperada, si bien el registro mensual del último mes sorprendió levemente al alza, y que su trayectoria de mediano plazo sigue conducida en lo grueso por la evolución de la actividad y el cierre de brechas, a pesar de que se ha agregado preocupación por los efectos del alza en el precio de los alimentos.

Por el lado de los costos, comenta que la tasa de variación anual de las remuneraciones, que había estado aumentando a lo largo del año, tendió a estabilizarse.

Por su parte, plantea que la depreciación observada del peso debería agregar algunas décimas a la tasa de variación del IPC en el curso de los próximos meses. Sobre el particular, hace presente que el mercado ha ajustado sus proyecciones de inflación de corto plazo, pero al mismo tiempo ha subido levemente sus expectativas para el mediano plazo, lo que debe ser monitoreado con atención.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que con estos antecedentes, la estrategia de política delineada en el último IPoM se mantiene perfectamente válida y, por tanto, lo que corresponde es proseguir con el proceso de normalización monetaria en los términos trazados. En su opinión, ello conduce a admitir como opciones razonables tanto una pausa transitoria como un alza de 25 puntos base.

Sostiene que la idea de una pausa transitoria no debe llamar la atención, por cuanto apareció como opción explícita en las dos últimas Reuniones y es coherente con la estrategia de normalización y las señales entregadas. Añade que la propia trayectoria sugerida para la TPM suponía varias pausas en el curso de este año y era dable esperar que la primera se produjese en estos primeros meses.

En todo caso, manifiesta que existen buenos argumentos para inclinarse por una u otra opción y, por tanto, la decisión no resulta fácil. Pero, más allá de los 25 puntos base en discusión, subraya que la clave en esta oportunidad está en el mensaje que se entregue al mercado. Indica, al respecto, que se podría argumentar, en apoyo de un alza, que los riesgos inflacionarios han aumentado en lo más reciente, particularmente a partir de la depreciación del peso. Por otro lado, y en favor de la opción alternativa, señala que se puede sostener que los efectos de la intervención cambiaria están aún en desarrollo y que se producen en un contexto de mucha fluidez externa, así como que las fuerzas que condujeron

a la apreciación del peso no se han detenido y todavía no es claro en qué nivel se asentará el tipo de cambio.

Indica que a ello habría que agregar que ciertos ajustes de precios son consustanciales al proceso que se ha desencadenado y deben ser admitidos. Advierte que existe, por cierto, el riesgo de que ello vaya más allá y que se produzca un efecto no deseado sobre la dinámica inflacionaria, si bien parece ser un riesgo acotado por el momento, considerando la inversión que se hizo al proceder con la normalización de la política monetaria en meses anteriores. En todo caso, estima que si este riesgo se intensifica en adelante, el Banco estará perfectamente a tiempo para reaccionar.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que todo ello lo lleva a pensar que la mejor opción en esta oportunidad es efectuar una pausa transitoria. Destaca que las opiniones de mercado están bastante divididas, de manera que la asimilación de esta decisión no debería ser un problema.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que vota por dejar la TPM en su actual nivel de 3,25% y por entregar un comunicado que contenga un sesgo al alza.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*, y señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos en la primera parte de la Minuta de Opciones, a lo que añade lo siguiente.

En primer término, indica que las señales positivas de corto plazo que se observan en Estados Unidos se basan en el impacto combinado de cambios expansivos en las políticas fiscal, a través de la postergación de impuestos, y monetaria, a través de lo conocido como QE2. Menciona que no hay nuevos antecedentes que respalden una mejor trayectoria de mediano y largo plazo de esa economía. Asimismo, y tal como lo ha expresado en otras oportunidades, reitera que es el mejoramiento de las exportaciones netas en Estados Unidos el único componente de demanda cuyo crecimiento es sostenible en el tiempo, precisando que si bien estas han mejorado, continúan siendo negativas.

En segundo lugar, destaca que los riesgos relacionados con la situación fiscal de Europa han aumentado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán declara coincidir con la minuta de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que las opciones a analizar son las de elevar la tasa en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual.

Al respecto, indica que, a su juicio, los argumentos a favor de una pausa son, por un lado, que tanto la depreciación como el desplazamiento de la curva de rendimiento hacia arriba son, de por sí, contractivas; y, por otro, que la intervención seguida de un aumento de tasas requiere de una comunicación del Banco que excede los límites habituales del comunicado. En ese sentido, advierte que una mala interpretación del mercado puede ser contraproducente para la efectividad de la intervención.

En cuanto a los argumentos a favor de un alza de la TPM, menciona que más de la mitad de los analistas consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas proyectan una inflación del IPC superior al 3% a dos años plazo, esto es, que el Banco Central no lograría su meta en el horizonte habitual de política; y que un efecto esperado de la intervención es el desplazamiento de toda la curva de rendimientos que, se estima, debiera estar entre 15 y 25 puntos base. Concluye, por lo tanto, que un alza en la TPM en esta Reunión sería consistente con esa expectativa.

En consecuencia, subraya que, habida consideración que hay argumentos a favor y en contra que tienden a anularse entre sí, es en los componentes tácticos de esta decisión donde probablemente habrá que buscar cómo dirimir. Sin embargo, a su juicio, no

JE2

es un tema lo que manifestó en la RPM anterior, en cuanto a que se debía combinar un alza de la TPM con una intervención, porque desde entonces han ocurrido ambas cosas, esto es, subió la tasa y se intervino, aunque no de manera simultánea.

A su juicio, es más difícil revertir en el futuro posibles efectos de debilitamiento de la intervención cambiaria que revertir posibles desalineamientos de las expectativas de inflación, que son los dos elementos que están en juego.

Por lo tanto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que, en esta oportunidad, vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, agregando que, en su opinión, es importante que el comunicado dé a entender que no habrá nuevas alzas, al menos en lo que resta de este trimestre.

El Presidente señor José De Gregorio señala que, en su opinión, el análisis de la coyuntura está dentro de lo esperado en el último IPoM. Al respecto, menciona que la actividad continúa dinámica, y que si bien en el margen la última cifra de Imacec fue levemente superior a lo esperado, ello no representa ninguna desviación de relevancia. Indica que la inflación, en tanto, aunque superó en algo las expectativas, se mantiene en torno a la meta y se debiera mantener en el rango de tolerancia con algunas fluctuaciones en los próximos meses. Agrega que las expectativas inflacionarias han aumentado.

Destaca que el mundo sigue caracterizado por una recuperación vigorosa en las economías emergentes, aumentos de la inflación, elevados precios de las materias primas y apreciaciones de la mayoría de sus monedas, mientras que las economías avanzadas siguen recuperándose, pero aún con elevados niveles de holguras de capacidad y desempleo. Hace notar que las perspectivas de que la política monetaria en las economías avanzadas siga muy expansiva por un tiempo prolongado están generando tensiones en el ajuste global y que, en el corto plazo, el foco de mayor tensión es la alta incertidumbre financiera en Europa, la que difícilmente se despejará en un plazo similar.

En este escenario, plantea que la estrategia delineada en el último IPoM, de continuar reduciendo de manera gradual el estímulo monetario, sigue siendo la adecuada. Recuerda que durante la última Reunión se abrió la posibilidad de que en esta ocasión se realizaría la primera pausa, señalando, al respecto, que ese escenario no ha cambiado significativamente como para pensar que esta pausa no debiera ocurrir. No obstante, destaca que el balance de riesgos sí está cambiando y eso puede sugerir otra decisión.

En este sentido, resalta dos elementos de la actual coyuntura que, a su juicio, parecen particularmente relevantes en la decisión de esta Reunión. Menciona, en primer lugar, que la intervención cambiaria ha generado una esperada depreciación del peso, y que aún es prematuro para tener claridad sobre el impacto final de la intervención, pues el mercado cambiario se encuentra aún en una fase de acomodo. En consecuencia, plantea que podría ser prudente mantener la tasa para no introducir presiones adicionales, aunque la forma de hacer la intervención está diseñada explícitamente para mantener total independencia de la política monetaria. No obstante, subraya que una razón de carácter más bien estratégico para realizar una pausa, es que un alza de la TPM podría dar una señal confusa respecto del compromiso y objetivos perseguidos con la intervención, en particular dado lo reciente de esta decisión. Recalca que esta es una razón de carácter más bien estratégico y comunicacional muy relevante, pues no hay nada que prevenga un alza de la TPM.

Señala que el segundo elemento a destacar respecto de la actual coyuntura es el aumento significativo del precio de los alimentos a nivel internacional, ya que si bien han estado impactando a la inflación doméstica, aún existe el riesgo que su impacto sea aún mayor. Sobre el particular, enfatiza que el dinamismo de la economía local y el *shock* de precios internacionales de alimentos hacen recomendable tomar acciones preventivas para evitar un aumento de la inflación que complique el cumplimiento de la meta y que se generen complejos aumentos en las expectativas de inflación. En ese sentido, expresa que continuar

subiendo la tasa en esta oportunidad sería una estrategia coherente con reducir los riesgos inflacionarios, los que, a su juicio, se han estado balanceando al alza.

Por lo tanto, concuerda con que, en esta oportunidad, se hace particularmente compleja la decisión entre subir o mantener la tasa, debido a que existen buenas razones para ambas acciones. Estima que desde un punto de vista de mediano plazo, sería conveniente subir la TPM, pero hay razones de corto plazo que sugieren hacer una pausa. Indica que si se sube la tasa y eso genera confusión respecto del mensaje cambiario, lo que se podría dificultar aún más si el tipo de cambio continúa apreciándose, aunque sea por razones fundamentalmente externas, poco es lo que se puede hacer. Por otra parte, señala que si se acuerda una pausa y se llega a la conclusión que el riesgo inflacionario se complica, el Consejo tiene amplios márgenes para ajustar la tasa en las Reuniones siguientes, donde las complicaciones estratégicas respecto de la intervención ya se irían disipando. En conclusión, y tal como lo señaló el señor Vicepresidente con un argumento similar, plantea que el alza de la TPM tendría riesgos difíciles de corregir, mientras que la mantención puede ser revertida con vigor en el futuro, además que un mes no es un plazo suficiente para pensar que la política monetaria se pueda ir quedando rezagada.

Por las implicancias y riesgos de las opciones que el Banco enfrenta en esta ocasión, el Presidente señor José De Gregorio estima que es prudente hacer una pausa, aunque, al mismo tiempo, esto aumenta la probabilidad de que en las próximas Reuniones se siga subiendo la tasa, y las pausas se posterguen algunos meses. Por esta razón, es de opinión que si se adopta la decisión de mantener, se debe emitir un comunicado más asertivo respecto de que lo más probable es que en las próximas Reuniones se subirá la tasa.

Hace presente que esto último se ve reforzado por el hecho que un tipo de cambio real más depreciado, aunque sea transitorio, pero dentro del horizonte de política monetaria, debiera resultar en una trayectoria algo más elevada de la tasa de interés de política monetaria. En todo caso, señala que esto es algo que se debe ir calibrando con las noticias futuras y la preparación de las proyecciones para el IPoM de marzo.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por mantener la TPM, dejando claro el sesgo al alza en el comunicado.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que existe consenso por mantener la tasa de política monetaria en 3,25% anual.

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

165-01-110113 – 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 3,25% anual.

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 3,25% anual.

En el ámbito externo, continúan las señales de crecimiento moderado en las economías desarrolladas, lo que contrasta con el dinamismo de las economías emergentes. Persisten las preocupaciones respecto del riesgo financiero de algunas economías europeas. Las dificultades en la recuperación de los países desarrollados continúa siendo un factor

importante de riesgo para las economías emergentes. Por otra parte, los precios internacionales de materias primas, incluyendo alimentos y energía, continúan aumentando, lo que está impactando en los registros de inflación de varias economías.

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y empleo continúan evolucionando positivamente, en línea con las proyecciones del último Informe de Política Monetaria. Los registros de inflación subyacente se mantienen acotados. Luego del anuncio del programa de compras de divisas, el peso se ha depreciado. Las expectativas inflacionarias privadas muestran un aumento en el horizonte de política monetaria, aunque más marcado en las mediciones de corto plazo como consecuencia de aumentos en precios específicos.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:05 horas.

MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda

RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 166
celebrada el día jueves 17 de febrero de 2011

En Santiago de Chile, a 17 de febrero de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios Subrogante,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Luis Opazo Roco;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo;
Periodista de la Gerencia Asesora de Comunicaciones,
don Jaime Troncoso Rojas; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 166, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2011 para el día 18 de ese mes.

Informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Destaca, en primer término, que la actividad y confianza empresarial mejoró al inicio del primer trimestre de este año, tanto en las economías desarrolladas como en las economías emergentes.

Indica, en segundo lugar, que se observaron ligeros aumentos en la inflación de las economías desarrolladas, en línea con la recuperación de la actividad y los mayores precios de alimentos y energía, en tanto que en las economías emergentes se advirtieron también registros de inflación total y subyacente algo más altos, en respuesta a incrementos en los precios de materias primas y a un rápido cierre de brechas de capacidad.

A título de tercer hecho destacado, comenta que continuaron los ajustes de la tasa de política monetaria (TPM) en las economías emergentes, en línea con la normalización de la actividad y la inflación.

Menciona, además, que el dólar se depreció frente a monedas europeas, tanto de la Zona Euro como de países de Europa emergente; que se apreció frente al yen; y que en las economías emergentes se registraron movimientos mixtos.

Agrega que las presiones sobre los mercados de deuda soberna y bancos europeos han tendido a disminuir durante el último mes; y, por último, destaca que la situación política de Egipto, que, de alguna manera, ha tendido a extenderse a otros países del Medio Oriente, ha generado preocupación en los mercados, impactando especialmente el valor del precio del petróleo Brent.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si el impacto en el precio del petróleo Brent obedece a que este, y no el petróleo WTI, debe ser transportado a través del Canal de Suez.

El señor Sergio Lehmann responde que los precios del petróleo Brent y de la canasta OPEP son los de referencia en el mercado europeo y que en la actual coyuntura, ambos precios se han movido de una manera similar. Agrega que el precio de la canasta OPEP podría aumentar, ya que los países productores que conforman esta organización podrían verse afectados por el cierre del Canal de Suez, impactando, a su vez, el precio del primero.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier complementa que el precio del petróleo Brent tiene que ver también con las especificaciones del mismo, que lo hacen más asimilable a aquellos que se producen en las zonas que deben utilizar el Canal de Suez.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, destacando que, en materia de indicadores de actividad, durante el último mes predominaron las noticias positivas en Estados Unidos, la Zona Euro y Japón, mientras que estas resultaron mixtas en China.

En cuanto a la producción industrial, indica que desde una perspectiva algo más larga, específicamente a partir del año 2007, muestra repuntes en el margen y que el PMI registra aumentos importantes en las economías avanzadas, lo que significa que ha predominado una visión positiva desde el punto de vista de los empresarios de estos países. Agrega que en las economías emergentes, en tanto, el PMI exhibe niveles similares durante los últimos meses, pero con ciertos vaivenes.

Por el lado de los consumidores, informa que la confianza se mantiene estable tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas. Precisa que en estas últimas, el nivel de confianza es bastante menor, debido a que la creación de empleos se mantiene débil. De hecho, hace presente que si bien el último dato en Estados Unidos fue positivo, estuvo por debajo de lo anticipado, y que en el caso de las economías emergentes, en cambio, se registró un incremento en el último mes.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si es efectivo que la principal razón detrás de la caída de la tasa de desempleo en Estados Unidos es una caída muy fuerte en la fuerza laboral.

El señor Sergio Lehmann explica que hubo un cambio metodológico importante en materia de encuesta a hogares y que, por tanto, la caída significativa en la tasa de desempleo se debería principalmente a razones técnicas.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que ese cambio no llevaría a una disminución del desempleo, sino que tendría relación con la medición de quienes participan en la fuerza laboral.

El señor Sergio Lehmann señala entender que ambos componentes fueron modificados y que, incluso, la participación de los hogares en el empleo habría sido objeto de una modificación más significativa que la fuerza de trabajo, razón por la cual el diagnóstico del mercado resultó ser, finalmente, mejor que el efectuado antes de esta revisión.

El señor Lehmann continúa, indicando que durante el último mes se conocieron los resultados de la encuesta de condiciones crediticias en Estados Unidos y que estos no muestran cambios significativos con relación a lo reportado en la encuesta trimestral de octubre. Con respecto al gráfico que da cuenta de sus resultados de las encuestas efectuadas a partir del año 2007, explica, en primer término, que los datos positivos corresponden a noticias negativas, es decir, condiciones crediticias más estrechas, mientras que los datos negativos constituyen noticias positivas o condiciones crediticias menos restrictivas; y, en segundo lugar, que las condiciones asociadas a empresas vienen mejorando desde hace un año, pero de niveles probablemente muy restrictivos, dado el empeoramiento sistemático que registró este indicador durante el bienio 2007-2008. Añade que este mejoramiento en las condiciones de crédito para las empresas obedecería a mejores resultados y utilidades, así como a perspectivas más positivas desde el punto de vista empresarial. Por el lado de las personas, en cambio, hace notar que las condiciones siguen siendo restrictivas, pero en un grado bastante menor que el exhibido durante todo el año 2008.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que, desde una perspectiva de largo plazo, no hay creación de dinero en Estados Unidos y que el crédito bancario tampoco ha aumentado desde hace seis meses, excepto un leve repunte en el último dato, que podría llevar a pensar que esta situación podría comenzar a revertirse.

En materia de inflación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann destaca que continúa acelerándose en las economías desarrolladas. De hecho, precisa que en la Zona Euro, la inflación *headline* se encuentra algo por sobre el nivel de confort, esto es, algo por debajo del 2% que ha declarado Banco Central Europeo como tal, y que en Estados Unidos, el dato de IPC de enero de 2011, dado a conocer al comienzo de la presente jornada, fue algo mayor que el esperado por el mercado. Menciona, además, que en Japón, las inflaciones *headline* y *core* en doce meses recién abandonan el terreno negativo, y que esta última se mantiene bastante estable en la Zona Euro y en Estados Unidos.

En cuanto a las economías emergentes, señala que también exhiben mayores registros de inflación y una aceleración a comienzos de año, pero que el traspaso a inflación subyacente ha sido bastante moderado

Indica que en línea con lo anterior, se observa un aumento de las proyecciones de inflación para el año 2011 en la mayoría de las regiones, excepto en Europa del Este, que presenta una caída en el margen.

Señala, además, que con el objeto de tener una referencia en materia inflacionaria, se calculó el nivel de inflación promedio de los últimos 10 años de las economías desarrolladas, América Latina, Asia emergente y Europa del Este, y se comparó con el nivel actual que registran cada una de estas regiones, observándose que América Latina está por debajo de los niveles registrados durante la última década, seguida por Europa del Este, mientras que las economías desarrolladas se mantienen en un nivel similar y Asia emergente algo por sobre de dicho promedio.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si este cálculo corresponde al promedio simple de la inflación de los países por grupo, ya que en caso afirmativo, el de América Latina sería mayor, habida consideración que algunos países de esta región registraron inflaciones del orden de 15% anual en los últimos quince años.

El señor Sergio Lehmann responde que ese promedio corresponde, efectivamente, al promedio simple y que el planteamiento del señor Presidente es correcto.

En materia de política monetaria, informa que las economías emergentes continúan con el proceso de normalización de tasas, y que China y Rusia han adoptado, adicionalmente, medidas de mayor exigencia de reservas, lo cual también tendría un efecto contractivo en la política monetaria. Asimismo, y a modo de referencia, indica que con respecto al promedio de las TPM del período 2007 – 2008, es decir, antes de la crisis, se observa que, en general, todos los países de la muestra están bastante por debajo de los niveles de TPM de ese bienio, con excepción de los BRIC, esto es, Brasil, Rusia, India y China, cuyas TPM actuales no distan significativamente del promedio de ese entonces.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que se mantienen las expectativas de alzas de la TPM, con trayectorias algo más aceleradas en América Latina y un ligero adelanto en las economías desarrolladas en relación con un mes atrás. Hace notar que en el caso de Europa emergente, las expectativas están algo por debajo de lo observado en enero último y que ello podría estar asociado a presiones inflacionarias o visiones respecto de proyecciones inflacionarias algo menores. Comenta, sin embargo, que por el lado de los contratos futuros, se advierten ligeros aumentos en las pendientes en el caso de Estados Unidos, particularmente, y también de Europa. Sostiene que en este continente, los contratos futuros podrían estar afectados por el planteamiento que hizo el Banco Central Europeo tras su última reunión de política monetaria, en el sentido que si bien la tasa por sobre el nivel de confort sería una situación transitoria, estaría dispuesto a actuar en caso que ello fuera más persistente.

En relación con las tasas de interés, el señor Sergio Lehmann señala que las tasas largas han aumentado en las economías desarrolladas, en línea con mejores cifras de actividad. Destaca, particularmente, el movimiento de las tasas largas de Estados Unidos, cuyo incremento alcanzó a 40 - 50 puntos base, aproximadamente, durante el último mes, con una ligera reversión en la punta, asociada a perspectivas de actividad mayores que lo anticipado un mes atrás. Aclara que la tasa real ha subido en una magnitud similar, por lo que esta alza no es atribuible a mayores perspectivas inflacionarias, sino que a una visión en términos de actividad

aparentemente algo mejor. De hecho, informa que horas antes se publicó la minuta que da cuenta que la Reserva Federal corrigió al alza su proyección de crecimiento al cuarto trimestre de este año en alrededor de 50 puntos base respecto de un trimestre atrás, lo que es coherente con las cifras de *Consensus Forecasts,* que ha revisado sus proyecciones en una magnitud similar, desde 2,7 a 3,2% para este año.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que si bien los mejores datos de Estados Unidos pueden estar detrás del aumento de las tasas de interés, le llama mucho la atención una noticia sobre PIMCO, publicada la semana anterior, que informaba que había disminuido su posición en deuda norteamericana desde un 25 a un 15% de su portafolio en enero último, en respuesta a su significativa preocupación respecto del tema fiscal en esa economía. Hace el alcance que esta es una de las explicaciones alternativas algo más negativas respecto de lo que puede estar detrás del incremento de las tasas, y que, en su opinión, no se puede descartar fácilmente, porque lo expresó Bill Gross, el fundador y director general de esa empresa de gestión de inversiones.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta que las declaraciones del señor Gross también le han llamado la atención, pero más aún el hecho que PIMCO, respecto del portafolio del Banco bajo su administración, no ha modificado sus posiciones, manteniéndose largo en dólares y corto en euros. De hecho, comenta que la División suele imitarlo cuando compra monedas que no están en el *benchmark*, porque generalmente obtiene buenos rendimientos.

Señala, además, que en relación con el gráfico sobre contratos futuros, contenido en la lámina 12 de esta presentación, le llama la atención también que las pendientes del Reino Unido y Europa aumentan en una magnitud mayor que la de Estados Unidos, habida consideración que no es lo mismo un incremento de las tasas rectoras producto de mayor actividad, que podría ser el caso en Estados Unidos, que en respuesta de una preocupación inflacionaria manifiesta, como sería el caso de Europa y en el Reino Unido, en particular. Comenta, al respecto, que luego de varias señales entregadas por el Gobernador del Banco de Inglaterra señor Mervyn King, el mercado recién apuesta a que Inglaterra va a subir la tasa en tres oportunidades este año, mientras que cuando hay una real preocupación inflacionaria, la pendiente sube inmediatamente.

El Presidente señor José De Gregorio indica que si el Banco de Inglaterra sube la tasa, cae la libra esterlina. El señor Beltrán de Ramón sostiene que ello no ocurriría, porque la apuesta inicial era que subiría la tasa en 4 ó 5 oportunidades este año, y ahora se estima que solo lo hará 3 veces, la primera de ellas en la próxima reunión de marzo

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que en el caso de Estados Unidos, entiende que el punto central está en si acaso las tasas largas aumentaron como consecuencia de las proyecciones positivas o de las noticias negativas desde el punto de vista fiscal. Por tanto, a su juicio, la inflación no parece ser un argumento en este caso.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, mencionando que en materia de monedas, el dólar multilateral se mantuvo estable, se depreció frente al euro y se apreció ligeramente con respecto al yen, mientras que la libra esterlina se ha apreciado respecto del dólar en los últimos meses. Agrega que en las economías emergentes se observan movimientos algo heterogéneos, por cuanto el promedio de las monedas latinoamericanos exhiben bastante estabilidad; las de Europa emergente se aprecian, en línea con la apreciación que muestra el euro; y las de Asia emergente también registran una ligera apreciación. En cuanto a los movimientos por monedas, destaca que el peso chileno registra la mayor apreciación entre las monedas de la muestra, seguido, en el caso de las latinoamericanas, por el sol peruano y el real brasileño.

En materia de portafolios, manifiesta que durante el último mes se observa un rebalanceo de los portafolios de renta variable en particular, lo que ha llevado a caídas en los mercados bursátiles de las economías emergentes en general, como es el caso de las bolsas latinoamericanas, de los países BRIC y de Asia emergente, que alcanzan a 5%, aproximadamente, en dólares en lo que va corrido del año. Por contrapartida, indica que los mercados bursátiles de economías desarrolladas acumulan un alza cercana a 4% en dólares en igual período, seguidos de aquellos pertenecientes a Europa emergente.

El señor Beltrán de Ramón señala que, a su juicio, la caída de las bolsas de América Latina, Asia y de los BRIC obedecería al enfriamiento de la economía china, particularmente significativo en el mes de enero y parte de febrero último. Coincide, además, con el Presidente señor José De Gregorio en que debe recordarse que estas bolsas registraron los más altos rendimientos el año pasado, que no serían sostenibles en el tiempo.

Con el objeto de entender los movimientos en bolsa, el señor Sergio Lehmann explica que en las economías emergentes se observa una salida muy marcada de fondos de inversión de renta variable, similar, de hecho, a lo acontecido hacia fines del año 2007 y comienzos del año 2008, mientras que las posiciones en bonos muestran un ligero aumento en virtud de las expectativas de alza de tasas. Agrega que en los períodos de mayor turbulencia, las caídas de flujos se producen en ambos tipos de instrumentos, lo que no es el caso en la coyuntura actual.

El Presidente señor José De Gregorio consulta por el monto que los fondos de inversión extranjeros han retirado de Chile por concepto de instrumentos de renta variable.

El señor Beltrán de Ramón indica que los fondos de inversión extranjeros han realizado muy pocos movimientos, no así las AFP y los fondos mutuos.

El Gerente de División de Política Financiera Subrogante señor Luis Opazo señala que se tiene información respecto de los fondos de pensiones, cuyas inversiones en renta variable disminuyeron en enero último, pero volvieron a aumentar el mes siguiente.

El Presidente señor José De Gregorio concluye, en consecuencia, que Chile no ha sido afectado por cambios en los flujos netos, pero sí por la variación de precios. El señor Luis Opazo manifiesta que ello es efectivo, agregando que el efecto de la caída de los precios bursátiles ha sido mayor en Chile que en los referentes latinoamericanos.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que ello significa, entonces, que los fondos han debido ingresar flujos extranjeros adicionales para mantener su valor en dólares.

El señor Luis Opazo aclara que ha hecho referencia a los flujos de los fondos de pensiones sin efecto de valoración, que son los que tienen más movimiento, añadiendo que estos flujos se miden a precios iniciales y después se incluyen las variaciones de precio.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que los indicadores de volatilidad se reducen en los mercados desarrollados, en línea con la percepción tal vez algo menos negativa respecto a Europa, y aumentan en las economías emergentes, en línea también con las salidas de los fondos de inversión comentada. Al respecto, destaca que las volatilidades, luego de haber mostrado una discrepancia durante casi todo el año 2010 y en favor de las economías emergentes, exhiben hoy día un alto grado de alineamiento.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, informando que las presiones sobre los mercados de deuda soberana europea y los bancos europeos tienden a disminuir considerablemente, aunque aumentan en el margen. Destaca la caída en Grecia, como también algunas caídas en Irlanda, Hungría, Portugal, España e Italia y en los *CDS spreads* bancarios, en general.

Respecto de los premios por riesgo de economías emergentes, hace notar que no muestran cambios significativos, mientras que las primas por riesgo corporativo registran una ligera caída en el margen. Agrega que no ha habido ajustes de portafolio por el lado de renta fija, sino que más bien en renta variable.

En relación con los precios de los *commodities*, reitera que han registrado alzas significativas respecto de la última RPM, excepto el petróleo WTI. Precisa que el incremento en el caso del trigo y el arroz alcanza a 13%, y que en cuanto a los diferentes índices agregados de materias primas de *Goldman Sachs, esto es, los Goldman Sachs Commodities Index* (GSCI), el GSCI de granos y cereales ha aumentado 10%, el GSCI de metales en 4%, mientras que el GSCI de energía no registra variación, por cuanto la caída de 7% en el precio del petróleo WTI se compensó con el alza del petróleo Brent y la gasolina, de 5 y 2%, respectivamente.

Plantea que si se revisa la evolución de estos índices agregados, así como la del precio del cobre y petróleo, a partir de enero del año 2008, se observa que el precio de los metales alcanza máximos históricos, y en el caso particular del cobre, máximos nominales por sobre los niveles anotados hacia mediados de ese año. Agrega que el GSCI de granos y cereales también está en niveles cercanos al máximo, registrado también en la mitad del año 2008.

En cuanto a los movimientos en el caso de los cereales, hace presente que, de acuerdo con el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, para este año se espera una menor producción de trigo y maíz en Rusia y en Australia, como consecuencia de factores climáticos, mientras que la demanda mantiene el dinamismo de los últimos años, dando cuenta de un escenario más estrecho en el mercado de ambos cereales.

Desde el punto de vista de los alimentos relevantes para Chile, informa que el índice de precios externos correspondiente, construido a partir de un mapeo de los precios internacionales y su traspaso al IPC, vuelve a aumentar y no solo alcanza máximos históricos, tanto en dólares como en pesos, sino que prácticamente el mismo nivel de mediados del año 2008.

En relación con cada uno de los alimentos relevantes para el país, especifica que el precio del azúcar no solo ha experimentado una alza muy significativa, sino que alcanza un récord histórico; que el precio de los aceites también registra un aumento importante en los últimos meses y se acerca a su récord respectivo; en tanto que el precio de los cereales está por debajo de los niveles de mediados del año 2008. Al respecto, el señor Lehmann aclara que los precios antedichos están expresados en dólares, y destaca que el índice de alimentos de la FAO también está en el máximo histórico y es relativamente coherente con el obtenido a partir del mapeo de precios internacionales a IPC.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea la conveniencia que este índice de precios externos de alimentos relevantes para Chile, presentado también en la Reunión pasada, se siga actualizando, porque da cuenta del potencial impacto sobre la inflación interna.

El señor Sergio Lehmann hace presente que también se analiza lo que acontece en esta materia en el resto de los países, haciéndose un símil con el índice que se construyó en el año 2007 para visualizar cómo ocurre el traspaso de precios internacionales a la canasta doméstica.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que en esa época, el traspaso era más pronunciado en Chile que en otros países. El señor Lehmann expresa que ello es efectivo, pero que, ahora, las primeras indicaciones muestran que ello no está ocurriendo o, al menos, no en la magnitud de entonces. El Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria señor Enrique Orellana acota que, en Chile, las alzas de precios de los alimentos comenzaron a registrarse mitad o fines del año 2007, después que en el resto del mundo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann continúa, refiriéndose al precio del cobre. Sobre el particular, indica que en enero del año 2008, este estaba en torno al US$ 3,5 la libra y los mercados apuntaban a una fuerte reducción en los meses venideros. Comenta que un año después, en plena crisis *subprime*, dicho precio alcanzó alrededor de US$ 1,5 la libra y, entonces, los mercados esperaban un repunte y posterior estabilización en un nivel algo superior US$ 2 la libra. Precisa que en enero del año pasado, cuando el precio del cobre bordeó los US$ 3,5 la libra, se advertía estabilidad, en tanto que hoy, de acuerdo con las proyecciones de *Consensus Forecasts,* muy influenciadas con lo que acontece en el mercado *spot*, se observa estabilidad en su precio, pero en torno a US$ 4 ó US$ 4,5 la libra hasta fines del año 2012, y de US$ 4 la libra hacia los años 2013 y 2014. Agrega que los futuros de cobre muestran una situación similar, esto es, que hasta el año 2014, el precio que se obtiene supera los US$ 4 la libra.

Explica que detrás de este comportamiento del precio del cobre hay elementos fundamentales, como un aumento dinámico de la demanda mundial y una producción que, si bien crece, no alcanza a satisfacer esa demanda, generando caídas en los inventarios de bolsa y en los otros inventarios reportados. Destaca que esta caída se acentuaría en el año 2011, mientras que algunas proyecciones de producción y demanda recientes estarían anticipando una recuperación de los inventarios hacia el bienio 2013 - 2014, debido al ingreso de proyectos mineros en esos años.

El señor Sergio Lehmann destaca que el precio del cobre se ha mantenido en torno a US$ 4,5 la libra en los últimos días, mientras que las posiciones especulativas netas, si bien se mantienen elevadas, han tendido a caer. Respecto de estas últimas, indica que se trata de compras de agentes no comerciales, esto es, agentes que no se declaran usuarios de cobre propiamente tal, como, por ejemplo, los recientemente creados fondos cotizados o *Exchange-traded funds*, ETF, que son fondos de inversión que tienen la particularidad de que cotizan en bolsa de valores, igual que una acción.

Hace presente, además, que el análisis empírico ha mostrado que estas posiciones especulativas no comerciales tendrían algunos problemas de medición. En todo caso, aclara que estas no tienen impacto en las proyecciones de largo plazo del precio del cobre o del petróleo, pero sí introducen volatilidad.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que ello es discutible. Al respecto, comenta que el FMI publicó un informe sobre el funcionamiento de los ETF, en que señalaba que en el caso del oro, hay agentes que toman posiciones en ese metal a través de estos instrumentos y hacen subir su precio. Sostiene, al respecto, que ello constituye demanda genuina por oro.

El señor Sergio Lehmann menciona que el oro, por ser un metal precioso, tiene características particulares, no así el cobre. Reitera que la evidencia recogida da cuenta que las tomas de posiciones especulativas en cobre no cambian las percepciones más estructurales del mercado de este metal, pero sí tienen efectos de corto plazo e introducen volatilidad al mercado bursátil.

Al respecto, agrega que se está elaborando un documento referido a la experiencia del Banco en esta materia, que recoge elementos asociados a otras experiencias y otros estudios que, de alguna manera, tratan de medir los efectos de estos agentes no comerciales.

El Presidente señor José De Gregorio hace alusión al *Conventional Wisdom* de 2008, comentado incluso por el Consejo en su oportunidad, que concluía que un problema genuino de demanda real generaba un alza en los precios de los *commodities*, no así los movimientos especulativos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón estima que la importancia del alza del precio del cobre para el Banco radica en su efecto en el tipo de cambio y que, en ese sentido, se pueden tomar las recomendaciones de Barclays o Goldman Sachs, que proyectan valores de US$ 6 o US$ 5,10 la libra, o las de la *Copper Research Unit*, CRU. Destaca que esta última ha ido corrigiendo al alza el precio del cobre a largo plazo en forma sistemática, advirtiéndose, en consecuencia, de carácter bastante más permanente y como uno de los fundamentales que está afectando el tipo de cambio.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que se efectuó un ejercicio con el precio del petróleo a partir del año 2006, similar al realizado con el precio del cobre, y que de acuerdo con sus resultados, se esperaría que el precio del petróleo WTI aumente en los próximos meses. Señala, asimismo, que se percibe que los inventarios del petróleo WTI están particularmente altos y que ello está presionando el precio a la baja. No obstante, indica que volvería a experimentar alzas, por las expectativas de demanda de petróleo y por la situación geopolítica en el Medio Oriente, destacando que los contratos futuros reafirman esta convergencia del precio hacia niveles altos, en torno a US$ 100 el barril.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que el precio actual del petróleo WTI tiene internalizada toda la información disponible sobre el conflicto de Medio Oriente y que, por lo tanto, no se puede esgrimir su costo geopolítico como causa de un potencial incremento futuro, porque no hay información adicional al respecto. Añade que durante la presente semana, el precio del petróleo WTI ha caído, a diferencia del precio del petróleo Brent.

El señor Sergio Lehmann complementa su planteamiento anterior con la exhibición de los gráficos contenidos en la lámina N° 29 de la presentación. Al respecto, hace notar que el precio del petróleo WTI cae, *versus* el precio del petróleo de la canasta OPEP, que tiende a subir, muy en línea con el incremento que registra el precio del petróleo Brent, porque estos dos últimos tienen características parecidas y ambos están orientados a satisfacer la demanda en Europa. Reitera, asimismo, que a pesar de la caída del precio del petróleo WTI, los futuros anticipan un aumento hasta niveles en torno a los US$ 100 el barril y un ligero descenso del precio del petróleo Brent, porque están recogiendo una situación geopolítica quizás algo menos conflictiva, pero, posteriormente, ambos tienden a converger a niveles parecidos. Añade que, efectivamente, los precios en estas curvas no contienen información en materia de temas geopolíticos distinta de la disponible actualmente, pero sí se podría anticipar que están considerando que el significativo dinamismo de la demanda se va a mantener durante el año y que la evolución futura del precio del petróleo Brent da cuenta de que no se percibe una reducción de las tensiones geopolíticas de Medio Oriente.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que el punto central consiste en la transitoriedad del desalineamiento de ambos precios, los que debieran converger hacia el nivel del petróleo Brent.

El señor Sergio Lehmann explica que ambos precios no están en sus niveles normales, por cuanto el del petróleo WTI está afectado por los elevados inventarios *Cushing Oklahoma*, que son básicamente para Estados Unidos, y el precio del petróleo Brent lo está por los riesgos geopolíticos. Hace presente que ambos precios tenderían a converger más adelante, en la medida que el nivel inventarios en Oklahoma tienda a normalizarse y los riesgos geopolíticos tienden a moderarse en algún grado.

Al respecto, destaca, además, que el actual diferencial de precios en favor del petróleo Brent es inédito en la historia de estos mercados.

En relación con la gasolina, en tanto, informa que su precio ha tendido a aumentar y que, de hecho, los futuros de gasolina superan el nivel registrado hace un mes. Hace presente, asimismo, que el *Crack Spread*, esto es, la diferencia entre los precios del petróleo WTI y de la gasolina, también se ha incrementado, alcanzando un valor cercano a US$ 20, en circunstancias que su valor promedio es de US$ 10, aproximadamente. Aclara que si bien esto tiene un componente estacional, tiene también un costo asociado a una elevada demanda por gasolina en Estados Unidos, esperándose para los meses venideros un alza adicional por razones estacionales y una posterior caída hacia su nivel promedio de largo plazo.

Por último, el señor Sergio Lehmann menciona que el precio del *heating oil*, que también tiene componentes estacionales asociados al invierno del hemisferio norte, han subido en las últimas semanas, esperándose incrementos adicionales para los próximos meses.

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

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier manifiesta contar con una opinión distinta respecto de los precios futuros del petróleo Brent y WTI. Al efecto, indica que los contratos futuros *Contango* dan cuenta de que el precio de este último refleja un mercado que está bastante abastecido y que la curva da cuenta más bien de las tasas de interés. Manifiesta que en el caso del precio del petróleo Brent, la curva estaría reflejando un fenómeno contrario, por lo que, en su opinión, este precio estaría distorsionado, no así el del petróleo WTI.

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

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto inicia su presentación mencionando los hechos destacados desde la última Reunión.

Señala, en primer término, que el cierre de año 2010 no presentó grandes sorpresas respecto de las estimaciones contenidas en el último Informe de Política Monetaria (PoM), por cuanto la actividad habría crecido 5,2% el año pasado, que es exactamente lo previsto en dicho Informe.

En segundo lugar, plantea que la inflación también ha estado bastante en línea con lo esperado por el banco y por el mercado, pero las expectativas privadas de inflación han aumentado de manera relevante desde la última Reunión.

Agrega que el tipo de cambio se ha apreciado de manera importante en los últimos días y, a título de último hecho relevante, indica que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas y las curvas *forward,* la trayectoria de la TPM se corrigió al alza 50 puntos base, aproximadamente.

Con respecto a actividad, informa que el Imacec de diciembre, de 5,7% anual, estuvo algo por debajo de lo proyectado, como consecuencia de la caída que registraron algunos componentes del sector recursos naturales. Con todo, reitera que crecimiento fue de 5,2% en el año 2010, en línea con lo anticipado en la RPM pasada y en el IPoM.

Manifiesta que el sector industria continúa con un crecimiento débil. De hecho, destaca que los niveles actuales de producción son inferiores a los observados antes de la crisis. Indica, además, que los subsectores correspondientes exhiben bastante heterogeneidad entre ellos, ya que los ligados a la oferta también se encuentran en niveles inferiores a los registrados con anterioridad a la crisis, los sectores transables están algo estancados y el relacionado con la producción de bienes de inversión muestra un leve repunte.

Por otra parte, destaca que el dinamismo del sector comercio continúa. Detalla que los últimos datos dan cuenta de que las velocidades siguen siendo elevadas y que ellas se sustentan en el significativo crecimiento del consumo. De hecho, menciona que las cifras del comercio minorista que reporta el INE, que constituyen un buen indicador coincidente con lo que acontece con el consumo, muestran repuntes adicionales en el margen no solo en el caso de los bienes durables, sino que también en los no durables.

El señor Claudio Soto agrega que los indicadores de inversión también presentan un alto dinamismo, en particular las importaciones de bienes de capital. Subraya que los indicadores ligados a las perspectivas de inversión en el sector construcción, si bien continúan en niveles bajos, se han movido al alza de manera importante. Sobre el particular, especifica que las ventas reales de materiales para la construcción siguen creciendo, en tanto que los despachos de cemento, con vaivenes, comienzan a mostrar una cierta tendencia al alza.

Plantea, además, que a estos antecedentes se suma la cifra de gasto público del año 2010, que mostró una fuerte aceleración en el último trimestre del año, en especial los componentes ligados a la inversión, transferencia de capital e inversión. Sobre el particular, sostiene que la División de Estudios estima que lo anterior tendrá impacto en el primer trimestre de este año y en la proyección de crecimiento.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda informa que, en términos históricos, algo más del 30% de la ejecución anual del gasto público se ha materializado durante el cuatro trimestre y que el año pasado no fue la excepción. Al respecto, se compromete a hacer llegar los datos correspondientes en el curso de los próximos días.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala entender que el repunte importante del gasto en inversión en el último trimestre del año 2010 corresponde a transferencias de capital y que, por lo tanto, constituye, en términos contables, gasto público de ese año, no así demanda agregada. Al respecto, estima que constituye demanda agregada del presente año 2011, por tratarse de transferencias de las empresas públicas, fundamentalmente.

El señor Rodrigo Cerda indica que parte importante del gasto de ese cuarto trimestre se relaciona con el repunte del sector construcción. Añade que, efectivamente, es un concepto que se devenga en el año 2010, pero solo en la medida en que la obra se haya encontrado entonces en alguna etapa de construcción. Reitera que proporcionará los antecedentes correspondientes con ocasión de la preparación del próximo IPoM, conjuntamente

con el presupuesto de las empresas públicas, de acuerdo con lo solicitado por el Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, planteando que estos antecedentes conducen a modificar la proyección de crecimiento para el primer trimestre de este año. Indica que la proyección del segundo trimestre de este año también se modifica, sobre la base de los componentes de oferta. Al respecto, precisa que, a nivel sectorial, se ha corregido a la baja el PIB de recursos naturales, porque se anticipa una significativa caída en el sector EGA, que se compensa parcialmente con aumentos en algunos sectores del PIB resto.

Asimismo, hace presente que la demanda interna del primer trimestre se corrige levemente al alza por el dinamismo que exhibe el consumo y por el componente de inversión, en especial por las elevadas importaciones de bienes de capital y el crecimiento del sector construcción. Especifica que el crecimiento de este sector ha sido mayor que lo anticipado, se sustenta en las cifras de gasto público ligado a la inversión y tiene un efecto persistente en adelante.

En cuanto a la proyección del segundo trimestre, informa que se está introduciendo un fuerte crecimiento de la inversión en construcción y obras, a pesar de que el catastro indicaba lo contrario en cuanto a este componente de la inversión. Sin embargo, destaca que las cifras de gasto público ligados a la inversión constituyen uno de los antecedentes de peso que llevan a esta corrección al alza en el primer semestre del año.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que si se considera que la cifra de crecimiento de la ejecución pública, de 7% en el año 2010, constituye una sorpresa al alza; que el nivel para del gasto para el año 2011 es conocido; y que se está aumentando la base significa que las tasas de crecimiento del gasto debieran tender a disminuir. Consulta, al respecto, las razones por las cuales no se produce ese efecto.

El señor Claudio Soto responde que se estima que esto tiene un impacto rezagado en la demanda. Subraya que el dato sobre la ejecución del gasto público era bastante bajo hasta noviembre, no así el de diciembre que sorprendió significativamente al alza. Agrega que es altamente probable que las tasas de crecimiento del gasto público sean menores, pero se estima que su impacto sobre los componentes de la demanda va a tener un efecto rezagado.

Hace notar, además, que hay que considerar el perfil interanual, porque un alto porcentaje del gasto se ejecutó durante el cuarto trimestre, lo que llevará, probablemente, a que la proyección de consumo del Gobierno en el cuarto trimestre del presente año sea menor y que recién entonces se observe un ajuste a la baja. Para los trimestres anteriores, en cambio, los antecedentes llevan a corregir la proyección al alza.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si el PIB Resto informado es el utilizado para medir la brecha.

El señor Claudio Soto explica que, en general, el PIB Resto informado es a costo de factores, Manifiesta que se cuenta, además, con una medición del PIB Resto a precio de mercado, en que una parte del IVA y de los derechos de importación se imputa al componente recursos naturales y otra parte al PIB Resto. Precisa que esta medida se utiliza habitualmente para calcular la brecha, y que para un análisis más limpio se considera la proyección de corto plazo de este componente. Subraya que se ha podido determinar que, hasta ahora, el cambio desde un concepto de precio de mercado a uno de costo de factores no genera una diferencia relevante.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sostiene que si bien esto no genera un cambio relevante para efectos del PIB potencial, la medición de la brecha debiera ser a costo de factores, a fin de desestimar las presiones inflacionarias de demanda. Añade que el PIB Resto a costo de factores debiera dar cuenta de una aceleración del producto y una posterior reversión del mismo.

El señor Claudio Soto afirma que la velocidad del cuarto trimestre del año pasado fue más bien baja, estimándose que se acelerará este trimestre y decaerá gradualmente con posterioridad. El señor Rodrigo Cerda agrega que el Ministerio de Hacienda proyecta una aceleración significativa del consumo del Gobierno durante el primer trimestre del presente año y que debe tenerse presente que en igual período del año 2010 se registró una sobre ejecución bastante considerable del gasto, por lo que base de comparación debiera ser alta.

El señor Claudio Soto indica que parte del dinamismo del consumo estaría sustentado por elevado dinamismo del mercado laboral, cuyos últimos registros dan cuenta de que la creación de empleo asalariado aumenta y el empleo por cuenta propia disminuye levemente en el margen.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que a contar de marzo del año 2010 se han creado cuatrocientos cincuenta mil empleos, es decir, seiscientos mil en doce meses, lo cual es confirmado por el señor Rodrigo Cerda. Concluye, en consecuencia, que habida consideración que la productividad del año 2010 será la de menor crecimiento en la historia de Chile, el incremento en la creación de empleo va a explicar el dinamismo del consumo.

El señor Claudio Soto señala, a continuación, que los salarios registraron un aumento significativo en diciembre último, pero advierte que ese dato incluye la estacionalidad propia de fin de año, razón por la cual la variación interanual es similar a la del último mes del año.

En materia de inflación, el Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto reitera que el IPC de enero fue de 0,3%, en línea con lo proyectado, y que no hubo sorpresas relevantes en ningún ítem en particular. No obstante, destaca que los precios de los alimentos y del combustible están aumentando. A título ejemplar, informa que los alimentos X1 exhiben un incremento anual de 5% y que la proyección para este año considera nuevamente un aumento de 5%. Precisa, al respecto, que el incremento registrado en el año 2010 tiene una incidencia aproximada de 0,8% en el IPC, en tanto que el alza de este año, una de 0,98% adicional, totalizando una incidencia de 1,7% en dos años. Indica, además, que si se considera que la inflación de 3% se logra con todos sus componentes creciendo al 3%, este 1,7% ó 2% por sobre la meta tiene una incidencia de 0,4% en términos anuales.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la participación de los alimentos en la canasta. El señor Soto responde que en el caso de los alimentos X1 alcanza a 17,8%.

El señor Claudio Soto prosigue, señalando que el aumento de precios de los alimentos y combustibles se compensa parcialmente con caídas seculares en vestuario y equipamiento de vivienda, y que en el caso del equipamiento de vivienda, la tendencia a la baja sería aún más persistente. Menciona, además, que el INE realizó un cambio en las variedades que consideraba dentro de este componente entre los años 2008 y 2009, y que a partir de entonces no ha incorporado nuevos cambios. Explica, al respecto, que ese subconjunto de variedades exhibe una tendencia decreciente en los precios a partir del año 2009, que podría asociarse a fluctuaciones del tipo de cambio, por lo que se puede afirmar que sí hay un

elemento más secular en el tiempo, por lo que habrá un componente que empujará la inflación a la baja de manera más sostenida.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su parecer en cuanto a que correspondería actualizar las variedades de manera persistente, con el objeto de que el IPC refleje adecuadamente la variación de precios. A modo de ejemplo, cita el caso de los *tablets,* que son caros y antes no existían; o los *netbooks*, que fueron costosos cuando se lanzaron al mercado y ahora son baratos. Sostiene que quienes estimen que eso constituye una caída en la inflación, están equivocados.

El señor Claudio Soto complementa el planteamiento anterior, indicando que otras economías utilizan los precios hedónicos para tratar de capturar la utilidad que otorgan los bienes, mientras que el INE sigue el precio de la variedad en el tiempo, aun cuando quede obsoleta. Citando el mismo caso del *netbook*, comenta que el INE considerará el precio del mismo modelo, aun cuando quede obsoleto. En consecuencia, si su precio cae por obsolescencia, la caída se reflejará en el índice de precios, sin perjuicio ese modelo ya no sea demandado.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que Perú es una economía que está creciendo muy fuerte y que tiene una inflación muy baja, por un efecto de competencia en el sector comercial que ha disminuido los márgenes y los precios.

El señor Claudio Soto sostiene que ambos fenómenos, esto es, el ajuste de márgenes y la innovación, tienen una incidencia importante en la inflación. Respecto de esta última, aclara que se refiere a la innovación que se observa en China, no en Chile, que produce nuevas variedades de bienes que dejan obsoletas las antiguas. Reitera que el INE registra el precio de las variedades antiguas, porque sigue una misma variedad a lo largo del tiempo, y efectúa ajustes de manera discreta cuando un bien ha estado obsoleto por un período significativo.

El Gerente de División Estudios Subrogante prosigue, informando que para efectos de la proyección de la inflación se ha considerado un aumento en el precio del petróleo WTI y de la gasolina, y un valor tipo de cambio de $ 470, que corresponde al valor *spot* del cierre de la proyección. Con respecto a este último valor, hace el alcance que al cierre de la proyección se observaba una tendencia a la baja importante en el tipo de cambio, razón por la cual se desestimó el supuesto habitual de considerar el valor promedio de los últimos diez días y se optó por el de ese día.

El señor Claudio Soto añade que, aparte de los supuestos indicados, se ha considerado también un alza adicional en las tarifas del Transantiago, que obedece al déficit del sistema, y otra alza de $20 por la indexación del aumento de los costos. Enfatiza que dado el supuesto del tipo de cambio utilizado, no se contemplan alzas adicionales en el horizonte de corto plazo.

En relación con las frutas y verduras, destaca que se ha supuesto que la sequía no tendrá un impacto relevante en sus precios.

En cuanto a las tarifas eléctricas, indica que durante el año 2010 se aprobaron varios decretos de alzas de tarifas por indexación de aumentos de costos, pero Contraloría solo tomó razón de ellos recientemente y, por lo tanto, estas alzas debieran comenzar a aplicarse ahora. No obstante, ello ocurrió simultáneamente con la promulgación de un decreto de una baja significativa, de comienzos de este año, que demoró un mes en entrar en vigencia. En consecuencia, indica que el supuesto de trabajo considera que estos decretos se van a netear y habrá un traspaso a público en el mes de marzo, que generará una caída importante en las

tarifas eléctricas. Agrega que un supuesto adicional contempla que a fines del horizonte de corto plazo, habría una corrección al alza en la fijación de precios de nudo por el aumento de los costos marginales de energía, que llevaría a un alza de la tarifa eléctrica de 5%, aproximadamente.

El Consejero señor Enrique Marshall solicita que se explique si la sequía afectará las tarifas eléctricas y, eventualmente, las cuentas del agua potable en el sector residencial.

El Gerente de División Estudios Subrogante hace presente que la brecha entre generación y consumo eléctrico es significativa, existiendo, en consecuencia, bastante holgura en términos globales. Añade que podrían producirse algunos problemas asociados a la distribución eléctrica en la Región Metropolitana, que se abastece de Rapel, que sí tiene problemas, pero que en caso se contar con líneas de transmisión se podría abastecer a esta región desde aquellas que no se han visto afectadas por la sequía. A título ilustrativo, señala que la cantidad de energía acumulada en Laja, que es uno de los principales acopios de agua del país, es inferior al promedio de los últimos diez años, pero muy superior al nivel crítico al que se llegó en el año 1999. Expresa, en consecuencia, se puede concluir que no hay antecedentes que lleven a anticipar una situación muy crítica en términos de generación de energía.

En todo caso, menciona que se han observado alzas en los costos marginales, porque ha caído la composición hídrica de la generación y ha aumentado la composición térmica, estimándose que ello sí tendrá un impacto en la fijación de los nuevos precios de nudo en abril y un impacto hacia fines del horizonte de la proyección de corto plazo.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca que en el resumen de la proyección se considera una trayectoria de IPC algo menor que en la Reunión pasada, explicada principalmente por una apreciación del tipo de cambio de $ 25 respecto del supuesto establecido en la Reunión de enero. Explica que ello tiene una incidencia en los registros de inflación de corto plazo, en especial, en el precio de los combustibles.

Destaca también que el ajuste a las tarifas eléctricas en marzo comentada precedentemente, contribuiría a un menor registro de inflación en ese mes, pero en los siguientes, conforme estas tarifas vuelvan a aumentar y se materialice el alza esperada en el precio de la gasolina por la proyección internacional, se convergerá a un nivel de inflación bastante similar al contemplado en la última Reunión.

Por último, subraya que no se ha modificado mayormente el supuesto de inflación en adelante y que se mantiene el perfil donde energía y alimentos contribuyen a un alza, y los ítems importados asociados principalmente a vestuario y a equipamiento para la vivienda aportan en el sentido contrario.

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto prosigue, señalando que el tipo de cambio se ha apreciado 4% respecto de la Reunión pasada. Destaca que ello ocurre también en términos multilaterales, es decir, existe una apreciación genuina del peso.

Indica que al revisar los movimientos de algunos de los fundamentales a partir de la intervención *versus* el episodio del año 2008, lo que más sobresale es el aumento del precio del cobre, debido a que modifica en mayor grado la trayectoria del tipo de cambio en este episodio que en aquel. Detalla, al respecto, que en el año 2008, junto con la intervención, comenzó a observarse una tendencia a la baja en el precio del cobre, mientras que ahora se mantuvo sin mayores variaciones inicialmente y luego aumentó de manera significativa, coincidiendo con la mayor apreciación del tipo de cambio de la última semana.

Menciona que en las últimas semanas también se observó un cierto aumento en el diferencial de tasas a dos años esperado por el mercado, al igual que en el episodio del año 2008, pero en ese entonces no se registró la apreciación del tipo de cambio que se advierte ahora, sino que siguió depreciándose.

El Presidente señor José De Gregorio agrega que en relación con el tipo de cambio multilateral, el dólar se fortaleció en el mundo en el año 2008, mientras que ahora se está debilitando.

El señor Claudio Soto continúa, señalando que se realizó un ejercicio con el modelo de corto plazo, para tratar de cuantificar cuál sería el tipo de cambio hoy de no haberse intervenido en enero último. Explica que para ello se tomó como base el tipo de cambio en el momento previo a la intervención y se determinaron los *delta* que explican los fundamentales. Expresa que, de acuerdo con dicho ejercicio, el tipo de cambio estaría entre $459 y $463 al comienzo de la presente jornada, en tanto que el efecto estimado de la intervención sería de un alza de $ 20, que fue el aumento efectivo del día de la intervención.

Plantea que dado el resultado anterior, se podría interpretar el alza posterior a la intervención como una sobrerreacción del mercado, pero que ello es condicional al supuesto de identificación utilizado. Señala que como en este caso, el supuesto de identificación es que todo el impacto ocurre el día de la intervención, parte de la apreciación observada desde entonces sería una corrección de esta sobrerreacción inicial y otra estaría explicada por los fundamentales. Con todo, advierte que una parte de esta apreciación no se ha podido explicar aún con ese modelo y que esta alcanza a $ 7, aproximadamente, al tipo de cambio actual.

El Presidente señor José De Gregorio expresa que la incorporación de toda la información no significa incluir todo el efecto en precio. El señor Claudio Soto comenta al respecto que un supuesto alternativo habría sido considerar que el alza del tipo de cambio demoraría tres días, en cuyo caso el efecto de la intervención habría sido de $ 10 adicionales, esto es, de $ 30. Agrega que en el ejercicio se consideraron todos los otros fundamentales, es decir, el precio del cobre, los diferenciales de tasa, el tipo de cambio multilateral, y se supuso que el alza no explicada por ellos corresponde al efecto de la intervención en ese mismo día.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que si bien sabe que detrás de este ejercicio subyace una regresión, también debieran considerarse los cambios significativos en los fundamentales que se han observado últimamente, como el aumento del precio del cobre y de las tasas de interés, que han llevado a una apreciación del tipo de cambio. A su juicio, estos permiten afirmar que hay efectos de corto plazo y efectos de largo plazo que coexisten.

Además, reitera un argumento planteado la semana anterior, en el sentido que una curva *forward* de tipo de cambio, que utilice el tipo de cambio *forward* observado a un año plazo y que a partir de allí utilice algún diferencial razonable de tasas de interés, permitiría determinar el efecto de largo plazo, esto es, el tipo de cambio al cual convergería. Agrega que la diferencia restante sería el efecto de corto plazo.

El Gerente de División Política Financiera subrogante señor Luis Opazo hace presente que el empleo de *forward* para predecir tipos de cambio a futuro no es un buen indicador para el caso de Chile ni para otros.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta estar consciente de ello, así como también de que el tipo de regresión utilizada arroja que cualquier intervención tiene efectos solo por veinte días.

El señor Claudio Soto precisa que el modelo utilizado considera que el efecto es permanente y que el punto central consiste en la manera como se interpretan los residuos. Reitera que la interpretación de este modelo es que la intervención tiene efectos persistentes de $ 20, que corresponden a la sobrerreacción inicial, y que, posteriormente ha habido una subrreacción. Indica que una interpretación alternativa es señalar que el efecto de la intervención es transitorio y que el tipo de cambio debiese moverse hacia el nivel que hubiese tenido sin intervención.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán insiste en la conveniencia de contar con una curva *forward* para poder determinar la forma como reacciona el mercado a lo largo de ella. Añade que si bien reconoce que ello no constituye un buen predictor, así como tampoco lo es la compensación inflacionaria en materia de inflación, existe información que debería incorporarse en el análisis.

El Presidente señor José de Gregorio consulta si el alza de $ 20 antedicha es permanente. El señor Claudio Soto responde que el supuesto considera que es de carácter persistente, ya que está impuesta metodológicamente.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón plantea que la explicación de esa diferencia puede estar en las tasas de interés, ya que el ejercicio ha considerado el diferencial de tasas de dos años, de dos papeles nominales, uno externo y otro nacional. Sostiene, al respecto, que las AFP han ingresado capitales, liderando la caída del tipo de cambio, porque han estado reemplazando un papel externo, cuya tasa está subiendo, por un instrumento en Unidades de Fomento, como un BCU o un BTU, cuya tasa estiman que caerá. De hecho, indica que las tasas reales están disminuyendo y es lo que aconteció también después de la intervención del año 2008. En consecuencia, la sobrerreacción inicial podría obedecer a los movimientos motivados por la caída de tasas internas, pero luego el tipo de cambio retrocedería hasta el nivel que es explicado por el efecto de la intervención.

El señor Claudio Soto señala que en la regresión, se consideraron varios diferenciales de tasas y que, en general, los resultados no fueron muy robustos, por lo que este planteamiento podría ser, en parte, correcto.

El señor Claudio Soto continúa, informando que la bolsa chilena registró una caída cercana a 7% desde la última Reunión, muy en línea con las bolsas de la región. Destaca que su caída resulta ser bastante mayor en términos relativos cuando se las compara con un índice global, reflejando que los mercados bursátiles en otras regiones del mundo se han movido en la dirección opuesta.

Por otra parte, hace presente que un elemento a resaltar es el aumento de las expectativas de inflación en los últimos días. Al respecto, señala que las medidas de compensación inflacionaria relevantes para el horizonte de política son aquellas que registran un aumento mayor, que en esta oportunidad corresponde a la 1 en 1 tanto en el caso de los bonos como de los *swap*, lo que significa que el aumento de las expectativas de inflación que se desprenden de los precios de instrumentos financieros es generalizado en el mercado. Añade que la Encuesta de Expectativas Económicas y la Encuesta a los Operadores Financieras corroboran lo anterior, arrojando alzas relevantes en las expectativas de inflación durante este año y su mantención en 3,2% en el horizonte de política.

Informa que la noticia en el margen es que el decil 9 aumenta las expectativas de inflación en el horizonte de política, que todos los deciles aumentan sus expectativas para el presente año, y que, de hecho, la mediana está en 4%, a diferencia de la Reunión pasada, en que fue de 3,6%.

De manera concordante, menciona que se han registrado aumentos en las tasas nominales, mientras que las tasas reales se mantienen o tienden a caer.

En cuanto a la trayectoria para la TPM, indica que de acuerdo con la curva *forward* que se construye con *swaps* y bonos, las perspectivas se ajustan al alza en 50 puntos base, aproximadamente, y llegan a una tasa en torno a 5,9% en diciembre de este año. Agrega que si se restan de la curva los premios extra derivados del anuncio de emisión, el referido ajuste al alza de 50 puntos base se reduce a 25 puntos base. Con respecto a la Encuesta de Expectativas Económicas, en tanto, señala que anticipa un aumento cercano a 50 puntos base de aquí a mediados de año, es decir, una TPM en torno a 4,75% en julio y de 5,5% en diciembre.

Subraya que para esta Reunión, la mayor parte del mercado espera un alza de 25 puntos base y que solo unos pocos analistas sugieren su mantención.

Al finalizar su presentación, el señor Claudio Soto menciona que la trayectoria de tasas esperada por el mercado es consistente con alzas sucesivas de aquí a mitad de año y algunas pausas en el segundo semestre.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que la situación en Europa sigue siendo bastante precaria. Sostiene que si bien los CDS han retrocedido en el margen, continúan en niveles muy elevados, como en el caso de Portugal, donde los premios por riesgo superan los 400 puntos base, reflejando que todos los esfuerzos por sacar adelante a esa economía la mantienen con una tasa de interés que la hace inviable.

En segundo lugar, plantea que sería interesante saber si los precios del equipamiento para la vivienda tuvieron en el pasado la misma tendencia a la baja que exhibe hoy. El señor Claudio Soto responde que se está elaborando una minuta sobre la materia, que será presentada a los señores Consejeros próximamente.

Por último, el señor Vicepresidente comenta que la Encuesta de Expectativas Económicas de febrero no es muy confiable, porque es respondida principalmente por los subrogantes, quienes no suelen manifestar su verdadero parecer cuando dista de la opinión mayoritaria del mercado, llevando a un resultado más bien uniforme. Indica que si bien esta encuesta no muestra una mayor dispersión respecto de ocasiones anteriores, no descartaría la hipótesis de que las expectativas pudieran comenzar a desanclarse. En otras palabras, manifiesta su mayor preocupación en cuanto a que se pudiera repetir el episodio del año 2008, razón por la cual sugiere estar alertas para actuar con mayor oportunidad, si fuera el caso.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las distintas intervenciones y comentarios y, siendo las 13:30 horas, suspende la sesión e informa que se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 166.

El Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto comienza su intervención haciendo presente que en su Reunión de Política Monetaria de enero, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25% anual, decisión coherente con los antecedentes coyunturales y con el escenario delineado en el IPoM de diciembre, el cual admitía pausas en el proceso de normalización de la política monetaria.

El señor Claudio Soto continúa, haciendo mención a los principales antecedentes acumulados desde la última RPM. Destaca, en primer término, que las perspectivas de crecimiento para el mundo desarrollado han mejorado, en un contexto donde distintas medidas de riesgo financiero ceden, pero que aún se mantienen elevadas en las economías periféricas de Europa.

En segundo lugar, informa que los precios de los *commodities* han vuelto a aumentar; que el índice de precios de alimentos de la FAO y el precio del cobre se ubicaron en máximos históricos; y que si bien el precio del petróleo WTI se ajustó marginalmente a la baja, los contratos futuros indican que podría aumentar en el futuro. Recalca que las expectativas de inflación, tanto en el mundo emergente como en los países desarrollados, se han vuelto a ajustar al alza, principalmente por la incidencia de aumentos en los precios de alimentos, y que varios bancos centrales han respondido a las expectativas de mayor inflación aumentando sus tasas de interés. Agrega que existen expectativas de que las tasas de interés en diversos países emergentes continúen aumentando, y que los contratos futuros comienzan a reflejar alzas este año en las tasas de política de la Zona Euro y Estados Unidos.

En el plano local, comenta que las cifras preliminares de la actividad durante el 2010 estuvieron en línea con lo pronosticado en el IPoM y que se sigue esperando un importante dinamismo de la demanda interna, apoyada por favorables indicadores del mercado laboral, por condiciones financieras expansivas y por el impulso que proveerá el gasto público, que se habría acelerado con fuerza hacia fines del año pasado.

Manifiesta, además, que las inflaciones total y subyacente también estuvieron en línea con lo anticipado en el IPoM y en la última RPM; que las proyecciones de inflación de corto plazo se mantienen respecto de la última RPM, a pesar de la apreciación nominal del peso de 4%; y que se espera que hacia mediados de año el IPC se ubique en torno a 3,7% por alzas adicionales en los precios de alimentos, combustibles y servicios. Informa que el mercado, por su parte, ha ajustado al alza sus expectativas de inflación de manera importante, esperándose que, a diciembre de este año, esta se ubique en 4% y que supere la meta en el horizonte de política.

Indica, además, que el tipo de cambio, después de depreciarse de manera importante con la intervención, ha tendido a apreciarse en los últimos días; y, a título de último antecedente relevante, subraya que el mercado ha ajustado al alza sus expectativas para la trayectoria de la TPM en torno a 50 puntos base y, que de esta forma, se espera que la TPM alcance 5,5% a diciembre de este año.

El señor Claudio Soto plantea, a continuación, que los antecedentes acumulados desde la última RPM, sumados a aspectos tácticos y comunicacionales, hacen que la opción más plausible para esta Reunión consista en incrementar la TPM en 25 puntos base, hasta 3,5%.

Al respecto, hace presente que en la Reunión anterior se decidió hacer una pausa en la trayectoria de alzas de la TPM, en coherencia con el escenario delineado en el último IPoM, que contemplaba aumentos graduales en la tasa de política; y que de no haber antecedentes que lo ameritasen, esta pausa descartaba la opción de replicarla en el resto del trimestre. Afirma que esto se puso de manifiesto en el comunicado y en la minuta de la RPM pasada, con un claro sesgo al alza para la decisión en la actual Reunión.

El señor Claudio Soto señala que los antecedentes acumulados desde la última RPM apuntan a un mundo que mejora sus perspectivas de crecimiento, con expectativas de inflación al alza y de aumentos en las tasas de política en varias economías emergentes. Agrega que en el plano interno, en tanto, a pesar de la apreciación de la moneda, las expectativas de inflación han aumentado y el crecimiento continúa vigoroso. En su opinión, estos antecedentes, en sus aspectos esenciales, son coherentes con el escenario central planteado en el IPoM y tienden a atenuar el escenario de riesgo respecto del crecimiento mundial, mientras que todo lo anteriormente mencionado reafirma el escenario de ajuste monetario comentado y que sugiere como alternativa más plausible para esta Reunión un aumento en 25 puntos base para la TPM.

El señor Gerente de División de Estudios Subrogante sostiene que la opción de mantener la tasa de política en su nivel actual es difícil de sustentar, por cuanto la mantención de la TPM implicaría desviarse en el corto plazo de la trayectoria de política delineada en el último IPoM, a no ser que se adoptaran alzas de tasa más agresivas en el futuro. A su juicio, esta línea de acción conllevaría serios problemas comunicacionales, por cuanto implicaría cambios en las velocidades de normalización del estímulo monetario sin que necesariamente existan nuevos antecedentes. Indica, además, que hacer una pausa en esta Reunión podría ser interpretado erróneamente por el mercado como una pérdida de compromiso por parte del Banco Central en el control de la inflación, esto último, tomando en cuenta que prácticamente la totalidad del mercado se inclina en esta ocasión por una alza en la tasa rectora. Recalca que esta situación plantearía el riesgo de que las expectativas de inflación se desvíen aún más y de manera más persistente de la meta, lo cual requeriría, a futuro, apurar la velocidad de normalización de la política monetaria, con los consiguientes desajustes que esto podría producir en otras variables.

Plantea que, por ahora, un alza mayor a 25 puntos base también puede descartarse como opción, ya que implicaría incrementar la velocidad de normalización del impulso monetario. Al respecto, enfatiza que una de las razones para proceder gradualmente en dicha normalización se sustenta en los riesgos de la recuperación de las economías desarrolladas, los que si bien se han atenuado desde la última Reunión, siguen presentes.

Por otra parte, manifiesta que se podría justificar acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria, en respuesta del reciente aumento en las expectativas de inflación, tanto en Chile como en el mundo. Precisa que este aumento en las expectativas se debe, en parte, a la internalización por el mercado de los mayores precios de alimentos en el mundo, y que en el caso de Chile, esto se dio en un contexto donde se habían producido otros aumentos de precios puntuales y donde el tipo de cambio se había depreciado con fuerza después de la intervención. Por lo mismo, señala que aún es prematuro establecer cuán persistente pueda ser esta alza en las expectativas de inflación y si ello requiere ajustar la trayectoria de la TPM en respuesta.

Por último, expresa que aumentar en más de 25 puntos base la tasa de política después de haber efectuado una pausa en la Reunión anterior resultaría confuso para el mercado, por cuanto podría interpretar este movimiento como que el Banco Central ha ajustado de manera abrupta sus perspectivas para la inflación, lo cual no es el caso, o que existe una gran preocupación por un posible desanclaje de expectativas.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del señor Gerente de División Estudios Subrogante señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón indica que, a su juicio, existen cuatro elementos a destacar desde la Reunión pasada hasta ahora.

Señala que el primero de ellos consiste en que la tasa de interés real a un año es más baja entre 25 y 65 puntos base en cualquiera de sus medidas, esto es, ya sea en el caso de los BTU, BCU o depósitos a plazo en UF, lo que, evidentemente, va a tener un efecto en la demanda y, en particular, en el consumo. En razón de ello, y a título de segundo elemento relevante, comenta que la Gerencia de División Estudios ha elevado la proyección de demanda en 0,9 décimas para el trimestre.

El señor Beltrán de Ramón manifiesta que el tercer elemento a destacar radica en que la proyección del crecimiento de los socios comerciales de Chile se ha incrementado en 0,6% para el año 2011 desde el IPoM hasta ahora, lo que no es despreciable, y en 0,2% para el año 2012.

Añade que el cuarto y último elemento se refiere a un deterioro en las expectativas inflacionarias de manera generalizada, las que se ubican más cerca del techo o de la media, más bien. En su opinión, y tal como se discutió el día jueves 10 del mes en curso, este deterioro no genera una pérdida de credibilidad para el Banco Central de Chile, pero debe considerarse que, ciertamente, el mercado está evaluando si el Banco Central duda. Menciona que esto ha ocurrido en otros episodios, de los cuales el Banco ha salido airoso, haciendo notar que hoy día se está en un momento de inflexión, en que el mercado debe estar otorgándole algún porcentaje de duda al Banco de privilegiar otros objetivos distintos de la inflación, aunque sea transitoriamente.

En razón de lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón recomienda elevar la tasa de instancia en 25 puntos base. Al mismo tiempo, enfatiza que, a su juicio, más importante que la decisión resulta ser un comunicado que refuerce el sesgo a retirar el estímulo monetario.

El Presidente señor José De Gregorio agradece los comentarios del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín señala que, desde la última RPM, se ha observado que el dinamismo de la actividad económica interna continúa, e indica, al respecto, que el Imacec de diciembre registró un crecimiento interanual de 5,7%, lo que permite proyectar un crecimiento de cierre del 5,2% para el año 2010. Destaca que esta es una excelente cifra si se considera que a principios de año el país enfrentó un devastador terremoto y que el crecimiento del primer trimestre del 2010 fue bastante exiguo.

En el frente externo, comenta que la cifra de empleo del mes de enero arrojó una creación mensual de 36.000 puestos de trabajo en Estados Unidos, cifra menor que lo esperado, y que si bien la tasa de desempleo bajó a 9%, desde 9,4% del mes anterior, aún se encuentra muy elevada, superior en tres puntos porcentuales a los niveles precrisis. Adicionalmente, precisa que el crecimiento del cuarto trimestre del 2010 se ubicó en 3,2%, superando el 2,6% del trimestre previo.

El señor Felipe Larraín agrega que, en Europa, las turbulencias financieras continúan, aunque las cifras económicas muestran algún grado de recuperación, y subraya que en este contexto, los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial. Sin embargo, manifiesta que los temores inflacionarios en China llevaron a las autoridades a realizar la semana pasada un nuevo ajuste de la tasa de política, de 25 puntos base, tras un aumento de la misma magnitud en diciembre, generando algunos temores en los mercados internacionales.

En este contexto, menciona que la cifra de inflación en Chile fue de 0,3% mensual y de 2,7% en doce meses en enero pasado, lo que estuvo en línea con lo esperado por el mercado. Añade que el IPCX registró una variación mensual de 0,1%, mientras que el IPCX1 aumentó un 0,2%, con lo que las mediciones en doce meses se ubicaron en 2% y 0,5%, respectivamente, dando cuenta de que las medidas subyacentes aún se encuentran contenidas. Sin embargo, recalca que se ha producido un ajuste significativo en las expectativas de inflación para el año 2011. En efecto, señala que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de febrero, la inflación esperada para 2011 pasó a 4% desde 3,6% en la encuesta de enero, y que para el año 2012, las expectativas ubican la cifra en 3,2%, en tanto que las expectativas usando tasas de mercado BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3,8%, por lo que de esto se desprende que las expectativas de inflación también se han elevado a plazos más largos.

El Ministro de Hacienda hace presente que estos aumentos en las expectativas de inflación tienen su fuente en ciertos riesgos inflacionarios aún incipientes que se están enfrentando, uno de los cuales es el aumento en los precios internacionales de los alimentos. Al respecto, precisa que, de acuerdo con el índice de precios de la FAO, estos se elevaron en enero en un 3,4% mensual, lo que corresponde a la séptima alza mensual consecutiva, y que. el aumento ha sido de 28,3% en doce meses. En su opinión, la evolución de diversos precios de *commodities* sugiere que este factor podría persistir durante los próximos meses, además que en el ámbito interno, el escenario actual de sequía podría afectar algunos precios de diversos productos agrícolas en el mediano plazo.

Expresa, asimismo, que otra fuente de potencial riesgo inflacionario es el crecimiento de los salarios. Sobre el particular, especifica que, durante diciembre, las remuneraciones registraron un aumento de 1% mensual y de 4,7% en doce meses. Plantea, además, que aunque en el aumento paulatino de las remuneraciones ha influido el elevado dinamismo del mercado laboral, el estrechamiento de las condiciones entre mercados es un factor que puede afectar la dinámica de la inflación.

Sin embargo, indica que aunque durante enero se registró un aumento de los precios ligados a la evolución del dólar, debido a la intervención cambiaria, y que se ha observado la continuación del proceso de apreciación nominal, con lo que el tipo de cambio llegó a ubicarse muy cerca de su nivel preintervención. A su juicio, este factor permite mitigar, en parte, las presiones inflacionarias provocadas por los factores descritos anteriormente.

En este contexto de recuperación y consolidación del crecimiento económico del país, en el que aún subsiste cierta incertidumbre externa, señala que el Ministerio de Hacienda estima que es importante continuar con el proceso paulatino de normalización de la política monetaria.

En este sentido, comenta que el crecimiento del gasto público en el 2010, de 7%, resultó inferior al 7,8% proyectado en el Informe de Finanzas Públicas de octubre de 2010, y menor que el 9% de crecimiento real inicialmente proyectado con anterioridad al terremoto del 27 de febrero de 2010. Al respecto, hace presente que el proceso de normalización de la política fiscal seguirá de acuerdo con lo trazado en el Informe de Finanzas Públicas precitado, donde el gasto compatible con la meta crece a tasas decrecientes y por debajo del crecimiento proyectado del PIB.

El señor Felipe Larraín destaca que es importante notar que, aunque hubo una aceleración importante en el crecimiento del gasto fiscal en diciembre pasado, la ejecución en dicho trimestre correspondió al 30,6% del gasto total de año, lo que no difiere de lo que ocurre normalmente en esta época. En efecto, informa que en el período 2006-2009, en promedio, la ejecución fue de 30,1% durante el cuarto trimestre.

Por otra parte, manifiesta que la intervención cambiaria y el anuncio de esterilización llevaron a un aumento de las tasas interanuales, por lo que las tasas de interés de mercado ya han internalizado, en parte, la necesidad de futuros ajustes en la tasa de política y, por ende, van en línea con el ajuste requerido para ir disminuyendo las presiones inflacionarias.

Sin perjuicio de lo anterior, expresa que el Ministerio de Hacienda cree necesario continuar con un proceso de normalización monetaria paulatino y que, en este caso, le parece adecuado validar las expectativas del mercado y aumentar la TPM en 25 puntos base, ya que un aumento mayor no solo produciría presiones sobre el tipo de cambio, sino que puede enviar un mensaje al mercado que podría ser malinterpretado.

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

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

Señala, en primer término, que en el frente externo, las noticias son algo mejores, con incrementos en las proyecciones de crecimiento, particularmente en Estados Unidos; que aún así, se mantiene la incertidumbre en Europa y, en especial, preocupan los elevados indicadores de riesgo financiero en los países de la periferia de dicho continente; y que en los países emergentes se consolidan las expectativas de mayor inflación relacionadas, en parte importante, con el aumento en el precio de los alimentos.

En segundo lugar, destaca que el precio del cobre ha marcado nuevos récords y que las proyecciones para los próximos años se han elevado en forma considerable. Subraya, asimismo, que en Chile, el tipo de cambio se ha apreciado.

Agrega que la actividad, por su parte, sigue de acuerdo con lo esperado y que, al respecto, no parecen haber mayores sorpresas.

Comenta que en el frente inflacionario, en tanto, se han producido algunos eventos de importancia, siendo el más relevante el que dice relación con el aumento en las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria. En su opinión, el aumento en el precio internacional de los alimentos, los mayores precios esperados del petróleo y el cierre de brechas internas estaría tras esta proyección de mayores precios, que, como se mencionó previamente, es un fenómeno bastante generalizado en el mundo emergente. Dada la importancia de las expectativas en esta materia, enfatiza que es clave no subestimar este fenómeno. A su juicio, el mero hecho que el Banco Central de Chile haya sido explícito sobre este tema, manifestando su preocupación y su firme compromiso con la meta inflacionaria, ayudará mitigar efectos indeseados sobre las expectativas.

De hecho, expresa que esta preocupación refuerza la estrategia de continuar normalizando la política monetaria planteada en el último IPoM, la que sigue plenamente vigente. Indica que la pausa que se hizo en la Reunión pasada fue perfectamente consistente con esta política que también consideraba, y sigue considerando, algunas intermitencias en el proceso, dependiendo de las condiciones que estén presentes en cada momento. Destaca, al respecto, que el Banco Central se ha mantenido delante de la curva en este ciclo y ha ajustado su política monetaria en la forma correspondiente, y que, de hecho, en el grupo de países que presenta el *staff* en sus antecedentes, Chile es el país que más ajustó su tasa de política monetaria en el último año.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace presente que se inclina por retomar el proceso de alzas en esta oportunidad. En este sentido, argumenta que mantener la tasa por segundo mes consecutivo no sería consistente, en esta ocasión, con la preocupación manifestada sobre la inflación, además que con ello habría un mayor riesgo de desanclaje de las expectativas. Estima que elevarla más de 25 puntos base sería sobrerreaccionar en un momento en que la inflación efectiva, y particularmente la subyacente, sigue acotada y donde, a pesar del alza en las expectativas, estas se mantienen en el rango de tolerancia del Banco Central.

Por último, manifiesta también su opinión en orden a que el Comunicado debe dejar claro que el proceso de normalización monetaria se mantendrá a futuro.

En mérito de lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto, en esta oportunidad, es por elevar la TPM en 25 puntos base para llevarla a 3,5%.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Consejero señor Rodrigo Vergara y, a continuación, concede la palabra al señor Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que son dos los desarrollos que destacan en las últimas semanas, sobre los cuales desea profundizar y sustentar su voto. Por una parte, señala que se ha producido un aumento no despreciable en las expectativas de inflación a distintos plazos, lo que es particularmente evidente en el año 2011. Por otro lado, menciona que el tipo de cambio nominal ha tenido una apreciación importante, convergiendo a niveles similares a los observados al momento de iniciar el programa de acumulación de reservas.

En su opinión, es clave poder profundizar respecto de la pregunta sobre lo que explica el aumento de las expectativas de inflación, y que varias hipótesis son posibles. Por una parte, plantea que se ha consolidado un aumento importante en los precios de los alimentos y de otras materias primas en el mundo, que representa, naturalmente, una amenaza para la inflación en muchos países. En segundo lugar, alude a que las perspectivas de actividad en

algunos países, desarrollados principalmente, se han consolidado, siendo esto especialmente notorio en el caso de Estados Unidos, donde las cifras de actividad y los precios de algunos activos dan cuenta de que los escenarios de mayor debilidad aparecen como menos probables. Agrega que una tercera alternativa es que la intervención cambiaria, sea por su impacto directo sobre el tipo de cambio nominal o por una posible señal respecto de una disponibilidad para aceptar una mayor inflación en un proceso de ajuste de tipo de cambio real, puede explicar el aumento en las expectativas de inflación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que todos estos elementos son potencialmente válidos en un conjunto amplio de países en desarrollo y que algunas de estas hipótesis parecen más plausibles que otras. Hace presente que el aumento en los precios de los alimentos y del petróleo no solo impacta directamente la inflación en Chile y en otros países, sino que es reflejo de una demanda mundial pujante. Al respecto, estima que la experiencia anterior, aunque con condiciones bastante diferentes, debe ser adecuadamente ponderada, y que si bien en este caso los incrementos de los precios sean menores en términos porcentuales de lo que fueron hace un par de años, es, indudablemente, un tema a tener muy en cuenta.

Por otra parte, indica que la recuperación en Estados Unidos parece consolidarse respecto de lo esperado hace algunos meses, aunque, en su opinión, todavía subsisten serias dudas sobre las perspectivas a mediano plazo, siendo esta preocupación especialmente válida en el caso europeo.

Plantea que, en este contexto, los datos internos de actividad no sugieren aún una evidencia de mayor aceleración en la actividad y en la demanda en Chile, por lo que considera que no necesariamente el cambio en las expectativas de inflación estaría recogiendo una expectativa de un cierre de brechas de capacidad en Chile más rápida de lo que se hubiera podido esperar hace un par de meses.

Finalmente, subraya que la apreciación del tipo de cambio del peso en las últimas semanas da cuenta de que las fuerzas tanto internas como externas que empujan hacia una apreciación real de peso, parecen ser significativas, sin por ello descartar que las expectativas del tipo de cambio estén siendo afectadas por una percepción muy positiva o agresiva sobre el comportamiento de la economía doméstica hacia adelante, lo que podría estar contribuyendo a la apreciación.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que el alza en las expectativas de inflación debe ser evaluada con mucha detención, pero que no debe inducir a una sobrerreacción. En su opinión, parte de estos cambios se pueden deber a fenómenos transitorios y ajustes en los precios de los bonos, pero, a su vez, y de manera fundamental, reflejan una situación de mayores presiones inflacionarias genuinas en la economía, que el Banco ha ido discutiendo en los últimos meses y que han justificado una progresiva normalización de la política monetaria y siguen justificándolo.

Enfatiza que un adecuado manejo de las expectativas por parte del Banco va a requerir seguir demostrando, tanto en la comunicación como en las acciones de política monetaria, un claro compromiso inflacionario, resultando fundamental, al mismo tiempo, validar un prudente espacio para el ajuste de precios relativos. A su juicio, ese es el principal reto que enfrenta el Banco y que va a seguir enfrentando.

A su vez, comenta que las condiciones internas, tanto de actividad como de demanda, y sus perspectivas, se han mantenido relativamente similares a las proyectadas hace algunos meses; que la situación laboral ha continuado normalizándose, tanto en términos de la creación de empleos y la evolución de los salarios; que la evolución del crédito y de los agregados monetarios también han seguido normalizándose, no dando cuenta de un excesivo

crecimiento; y que los registros de inflación no han presentado diferencias sustanciales respecto de las expectativas. Expresa que todo ello demuestra una situación de recuperación sostenida.

En su opinión, este conjunto de elementos lleva a que la mejor alternativa sea un aumento de la TPM en 25 puntos base en esta ocasión, ya que la normalización gradual de la política monetaria se condice con las condiciones generales de la economía, especialmente en un contexto en que la política monetaria todavía se encuentra en un rango expansivo.

Indica que la mantención de la tasa rectora entregaría una señal de excesiva permisividad del Banco con una mayor inflación, lo que sería inadecuado. Señala, además, que la situación cambiaria impone un mayor desafío a la política monetaria y que la intervención naturalmente genera un alza en las perspectivas de inflación, que, como ha mencionado anteriormente, no debe ser sorpresivo y debe ser, en parte, aceptado.

Por otra parte, plantea que un aumento mayor que 25 puntos base se justificaría como respuesta a un empeoramiento significativo en la trayectoria de inflación que requiriese de acciones urgentes, pero ni los datos ni el contexto actual favorecen esa opción.

Por último, señala que una normalización gradual de la política monetaria que cautele adecuadamente el objetivo de estabilidad de precios del Banco y que, al mismo tiempo, no imponga una excesiva presión en el mercado cambiario es, en estas circunstancias, la estrategia más adecuada.

El Consejero señor Sebastián Claro vota, en consecuencia, por una alza de la TPM en 25 puntos base.

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

El Consejero señor Enrique Marshall indica, a continuación, que las noticias del último mes configuran un panorama bastante más complejo que el visualizado con anterioridad.

En el frente externo, señala que el crecimiento se ha afirmado y que los sentimientos de mercado han mejorado, destacando, al respecto, que las cifras provenientes de los países desarrollados han hecho una positiva contribución en ese sentido.

Hace presente que las buenas noticias en materia de actividad se han visto acompañadas de alzas en las tasas largas y nuevos incrementos en los precios de las materias primas, y que esto último ha reforzado la preocupación por la evolución futura de la inflación, que ya no se circunscribe solo al mundo emergente, sino que se extiende a nivel global.

Con todo, advierte que los riesgos para el escenario mundial identificados con anterioridad no han desaparecido, sobre todo los que responden a problemas estructurales cuya solución definitiva tomará algún tiempo. Sin embargo, sostiene que el foco de las preocupaciones se ha desplazado hacia los efectos de la recuperación en curso y los desafíos de política que esta conlleva para las autoridades.

En el frente interno, comenta que las noticias en materia de actividad e inflación efectiva no han deparado grandes sorpresas, no obstante lo cual sí se han observado novedades en el comportamiento de los mercados financieros y cambiarios.

Subraya, además, que el peso se ha apreciado, revirtiendo en parte el movimiento posterior al anuncio de la intervención cambiaria. En su opinión, ello parece responder principalmente a factores fundamentales, considerando que el precio del cobre ha alcanzado nuevos máximos históricos.

Agrega que los mercados financieros locales han reaccionado a las noticias del último tiempo, que las expectativas de inflación de mediano plazo han aumentado y que, junto con ello, el apetito por papeles largos en pesos ha disminuido, con lo cual sus rendimientos se han elevado.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona, asimismo, que las cifras de actividad del último mes estuvieron levemente por debajo de lo esperado, pero que ello no configura un cambio de panorama en materia de crecimiento, destacando que tanto es así que la encuesta de expectativas volvió a arrojar un 6% de crecimiento proyectado para este año, lo que está en línea con las proyecciones del Banco.

Plantea también que las condiciones que sostienen esta expansión se mantienen sólidas y que no se advierten cambios muy relevantes en un horizonte previsible, aclarando que se refiere, específicamente, a las expectativas de hogares y empresas, a los proyectos de inversión en carpeta, a las políticas crediticias de los bancos, y a la evolución del empleo y la masa salarial. A su juicio, todo ello conduce a reafirmar el panorama de crecimiento anticipado para los próximos trimestres.

Hace presente, además, que las cifras de inflación efectiva tampoco resultaron sorpresivas y que, por el momento, dan cuenta de una trayectoria bastante normal, en línea con el proceso de gradual cierre de las holguras de capacidad. Sin embargo, subraya que las expectativas inflacionarias se han ajustado alza.

Por el lado de los costos, indica que varios desarrollos requieren atención. En primer lugar, señala que está la evolución de las remuneraciones, que si bien crecen dentro de rangos acotados, su tasa de variación anual muestra una clara tendencia al alza, congruente con la significativa reducción de holguras que se observa en el mercado laboral. Comenta que en segundo lugar están las restricciones enfrentadas por el sector de generación y distribución eléctrica, las que podrían afectar los precios de cara a los consumidores y los costos de producción de las empresas; y que, finalmente, está la evolución del tipo de cambio. Al respecto, manifiesta que si bien en la Reunión de enero se anticipaba que la depreciación agregaría algunas décimas a la tasa de variación del IPC en el curso de los próximos meses, los desarrollos recientes introducen una nota de cautela e incertidumbre sobre la materia.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, con estos antecedentes se corrobora, en lo fundamental, la estrategia de política delineada en el último IPoM, lo que supone proseguir con el proceso de normalización monetaria. En esa perspectiva, estima que la opción de elevar la TPM en 25 puntos base surge con bastante claridad, argumentando que esta reafirmaría el compromiso del Banco con el proceso de normalización monetaria y el control de la inflación.

Sostiene que una pausa no es una opción razonable, considerando los riesgos inflacionarios que se han incubado y las expectativas que el mercado tiene sobre los resultados de esta Reunión. Al respecto, señala que la decisión de mantener generaría confusión y podría comprometer la credibilidad en el accionar del Banco.

Agrega que un alza de 50 puntos base tampoco le parece una opción razonable, porque entregaría una señal de atraso o premura, que no se condice con el diagnóstico del Instituto Emisor ni con las señales entregadas en lo más reciente. Plantea que una decisión de este tipo generaría también ruido en el mercado.

El Consejero señor Enrique Marshall prosigue, indicando que las expectativas de inflación han aumentado y que ello requiere de un cuidadoso análisis y seguimiento, pero que no le parece prudente sobre reaccionar en estos momentos. A su juicio, lo importante es reafirmar el compromiso antiinflacionario del Banco y que ello se logra con un alza de 25 puntos base en esta Reunión. Por cierto, enfatiza que no se puede descartar que la normalización deba ir algo más rápido que lo visualizado, pero que este es un asunto que deberá ser analizado en las próximas Reuniones.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall vota por aumentar la TPM en 25 puntos base para dejada en 3,5%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue con la votación, agradeciendo el análisis del *staff* y manifestando que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a lo que añade los siguientes hechos relevantes.

En primer lugar, hace mención a un aumento significativo de la inflación esperada por los analistas para el corto plazo, la que excedería el centro del rango meta antes de lo presupuestado, mientras que, según ellos, la inflación esperada a dos años se mantiene en el rango del IPoM, aunque la contenida en los precios financieros se ha elevado.

En segundo término, destaca un aumento significativo del crecimiento esperado por los analistas para este trimestre, lo que, de cumplirse, implicaría una reversión en el signo de la brecha de PIB antes que lo proyectado.

A título de tercer hecho relevante, alude a una tendencia creciente de la variación anual del ICMO, que alcanzó un nivel 5,9% en diciembre, la que si bien es razonable, el punto principal es la tendencia creciente, que no se había observado de manera preocupante con anterioridad.

Por último, señala que los indicadores de riesgo financiero de las economías desarrolladas se mantienen elevados.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta coincidir con la Minuta de Opciones en que, en esta oportunidad, corresponde elevar la TPM en 25 puntos base, descartando otras alternativas.

No obstante lo anterior, plantea que hay elementos del escenario base que están siendo dejados atrás por la evolución reciente; en particular, que pareciera que tanto la inflación como el crecimiento exhiben riesgos desbalanceados al alza, lo que habrá que cotejar en el próximo ejercicio de proyección de mediano plazo.

Advierte que la mezcla de riesgos desbalanceados al alza en inflación y crecimiento en un contexto de apreciación cambiaria es delicada, especialmente cuando los costos laborales comienzan a hacerse sentir. Asimismo, y como ha señalado en oportunidades anteriores, reitera que el atraso cambiario también puede constituir un síntoma de sobrecalentamiento, que conviene monitorear oportunamente.

A su juicio, estos son elementos que deberían estar contenidos en el comunicado.

En mérito de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán reitera que su voto es por elevar la TPM en 25 puntos base en esta oportunidad.

Al concluir con la votación, el Presidente señor José de Gregorio señala que en materia de inflación y crecimiento, durante las últimas semanas no se han observado desviaciones importantes del escenario macroeconómico respecto del delineado en el último IPoM, por cuanto las economías avanzadas siguen recuperándose pausadamente, aunque en el margen las perspectivas de crecimiento han mejorado; porque las economías emergentes siguen creciendo con vigor; y debido a que los precios de los *commodities* siguen con precios récord, en particular los alimentos, lo que ya está afectando los registros de inflación en la gran mayoría de las economías del mundo.

En Chile, subraya que los registros de inflación y actividad se encuentran dentro de los rangos pronosticados, y que no ha habido sorpresas significativas al respecto. Por lo tanto, plantea que el escenario base, de seguir el retiro gradual del impulso monetario, continúa siendo el que mejor asegura el logro de la meta de inflación.

Indica, además, que el peso se ha apreciado, aunque menos que lo que hubiera ocurrido si el Banco no estuviera interviniendo; que la depreciación internacional de dólar y, principalmente, los continuos aumentos del precio del cobre, han hecho retroceder el valor del dólar; y que si bien esta apreciación disminuye en parte las presiones inflacionarias, los riesgos siguen siendo al alza, en particular por el potencial traspaso de las alzas de alimentos a otros precios y por los aumentos en las expectativas de inflación.

De hecho, destaca que las expectativas inflacionarias han estado aumentando, especialmente en horizontes más cortos, y que si bien aún se encuentran dentro del rango de tolerancia, un aumento persistente podría requerir aumentos mayores de las TPM. Manifiesta que es por ello que hoy resulta necesario continuar con el ajuste de la TPM, con el propósito de contener anticipadamente las presiones inflacionarias. Más aún, considera que en el escenario más probable el Banco tendrá que seguir aumentando la TPM en los próximos meses. Expresa que en la medida que el Banco actúe con anticipación, el ritmo adecuado consistiría en ir aumentando la TPM en 25 puntos base, concordando por ello con la Minuta de Opciones, en el sentido que esta parece ser la mejor decisión.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por aumentar la TPM en 25 puntos base a 3,5%.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que existe unanimidad por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,5% anual.

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

166-01-110217 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 0,25% hasta 3,5% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 0,25% hasta 3,5% anual.

En el ámbito externo, las perspectivas de crecimiento para las economías desarrolladas han mejorado, y se mantiene el dinamismo de las economías emergentes. Persisten las preocupaciones respecto del riesgo financiero de algunas economías europeas. Con todo, las dificultades en la recuperación de los países desarrollados sigue siendo un factor importante de

riesgo para las economías emergentes. Por otra parte, los precios internacionales de materias primas, especialmente alimentos, continúan aumentando. A nivel global, la inflación efectiva y la esperada han aumentado y un número creciente de economías ha estado reduciendo su impulso monetario.

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y empleo continúan evolucionando positivamente, en línea con las proyecciones del último Informe de Política Monetaria. La inflación se ha comportado de acuerdo con lo esperado y los registros de inflación subyacente se mantienen acotados. Las expectativas inflacionarias privadas muestran aumentos, particularmente en el corto plazo. El peso se ha apreciado desde la última reunión.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:20 horas.

MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda

RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 167
celebrada el día jueves 17 de marzo de 2011

En Santiago de Chile, a 17 de marzo de 2011, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

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

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

Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las Opciones de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Destaca, en primer término, que el petróleo WTI ha aumentado en torno a 20% debido a las tensiones en el Medio Oriente, y que otros *commodities* han retrocedido por los temores respecto de los efectos del mayor precio del petróleo sobre el crecimiento y como consecuencia del terremoto en Japón, que también podría tener algunos impactos sobre la actividad.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Con respecto a las consideraciones de carácter táctico, señala que, en esta ocasión, parece recomendable alejarse de la opción mayoritaria de mercado y aumentar la TPM hasta 4%, advirtiendo que es posible que esta decisión desencadene una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés. Al respecto, informa que esta opción no es la alternativa mayoritaria, pero que sí es anticipada por una fracción relevante de los operadores y analistas que participan de las encuestas de expectativas del Banco, y también por los precios de contratos financieros. Sin embargo, para evitar riesgos o confusiones que deriven en una revisión mayor de la trayectoria de tasas u otros precios financieros, enfatiza que es importante señalar que el Banco espera continuar retirando el estímulo monetario en forma gradual, conforme a la evolución de las condiciones internas y externas.

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

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su exposición destacando que el dinamismo de la actividad económica interna continúa con fuerza, ya que el Imacec del mes de enero registró un crecimiento interanual de 6,8% y se anticipa que el primer trimestre de 2011 mostrará elevadas cifras de crecimiento, particularmente en el mes de marzo, debido a los efectos del terremoto del 27 de febrero. Con todo, indica que la evolución de la economía chilena no es ajena a los acontecimientos del escenario externo, el cual se ha vuelto menos benigno desde la última Reunión.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Indica que en el frente externo, la situación se ha tornado más incierta, producto de las tensiones en los países árabes, la situación específica de Libia, las incertidumbres financieras que se mantienen y, en algunos casos, aumentan en países europeos, así como también por los efectos del terremoto y maremoto en Japón. Con todo, destaca que las proyecciones de crecimiento global de consenso se han revisado al alza.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, que, en esta oportunidad, se beneficia de la cercanía del próximo IPoM. Indica que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior contenidos al inicio de la Minuta de Opciones, a lo que añade los siguientes hechos relevantes.

Destaca, en primer término, que si bien las expectativas de crecimiento de las economías desarrolladas han aumentado marginalmente, los riesgos principales vinculados a la salida de la crisis financiera se mantienen elevados, especialmente en la Zona Euro.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

167-01-110317 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 4,0% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 4,00% anual.

En el ámbito externo, las tensiones políticas en los países árabes y el terremoto y tsunami en Japón, han provocado mayor incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros y de materias primas. Aunque persiste la preocupación respecto del riesgo financiero de algunos países europeos, las economías desarrolladas continúan evolucionando favorablemente y se mantiene el dinamismo de las emergentes. A nivel global, la inflación efectiva y la esperada han aumentado, y un número creciente de economías ha reducido su impulso monetario.

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

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:40 horas.

MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda

RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante