



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 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 Nacur 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 soberana 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 latinoamericanas 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 a 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 el 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 sobre-reacción 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 sobre-reacción 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 sobre-reacción inicial, y que, posteriormente ha habido una sub-reacción. 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 sobre-reacción 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 la 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 Financieros 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 interpretarse 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 proyectado, 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 sobre-reaccionar 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 sobre-reacción. 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 sorprendidas 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."

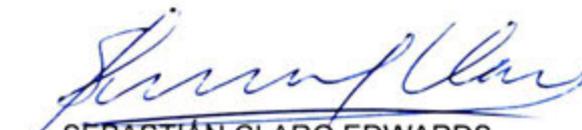
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:20 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



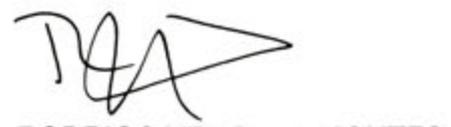
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN  
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

