



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 165 celebrada el día jueves 13 de enero de 2011

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

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

52



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

EL

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

JR

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

165-01-110113 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe