



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 227 celebrada el día jueves 15 de octubre de 2015

En Santiago de Chile, a 15 de octubre de 2015, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente don Sebastián Claro Edwards y de los Consejeros don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

Asisten también:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Juan Pablo Araya Marco;
Gerente de División Estudios,
don Alberto Naudon Dell'Oro;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de Modelación y Análisis Económico,
don Elías Albagli Iruretagoyena;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Rodrigo Alfaro Arancibia;
Gerente de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Jefe del Departamento Análisis Internacional,
don Diego Gianelli Gómez;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Claudio Soto Gamboa;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Economista Senior,
doña Natalia Gallardo Schnettler; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 227, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2016 se celebre el día martes 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Jefe del Departamento Análisis Internacional señor Diego Gianelli para efectos de que presente el escenario internacional.

El señor Diego Gianelli inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias que han producido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer lugar, señala que en materia de actividad, se mantiene, en lo esencial, el escenario contemplado en el último Informe de Política Monetaria, IPoM, aunque se observa un menor dinamismo en el margen en Japón y la Zona Euro y un panorama crecientemente negativo para la economía brasileña.

Destaca que la inflación se mantiene baja en las economías desarrolladas, mientras que en las economías latinoamericanas, con excepción de México, supera los respectivos objetivos de política.

Por su parte, la Reserva Federal mantuvo la tasa de instancia en su reunión del mes de septiembre y bajó nuevamente la proyección de su tasa neutral, en un contexto de creciente tensión por las diferencias existentes entre la visión del mercado financiero y algunos de los miembros más influyentes del Federal Open Market Committee, FOMC, sobre la trayectoria futura de la tasa de interés.

Expresa que en Japón y la Zona Euro, la baja inflación y el menor dinamismo de la actividad estarían motivando una ampliación de los programas de *Quantitative Easing*, QE. Por su parte, el Banco de Inglaterra sugirió en la minuta de su última Reunión de Política Monetaria que no habría elementos que justifiquen un alza de tasas en el corto plazo, y el mercado proyecta alzas en un horizonte de veinticuatro meses.

Asimismo, menciona que la prolongación de una política monetaria más expansiva en las economías desarrolladas ha aumentado el apetito por riesgo en las últimas semanas, mitigando parcialmente la estrechez de las condiciones monetarias que se estaban generando en las economías emergentes, en particular en América Latina.

Agrega que Colombia y Perú han iniciado un ciclo de alza de tasas, preocupados por un desanclaje de expectativas en un contexto de ajuste de precios relativos.

A título de último hecho destacado del mes, consigna que crecientes recortes en la oferta de petróleo y cobre y una visión menos pesimista en el margen para China darían cierto soporte al precio de los *commodities*.

El señor Diego Gianelli continúa con su presentación indicando que en materia de actividad las proyecciones del World Economic Outlook, WEO, dan cuenta de correcciones a la baja respecto de los datos conocidos en abril para todas las economías, con excepción de China y la Zona Euro, que no presentan variación; y que al compararlas con las proyecciones de los bancos de inversión seguidos con mayor frecuencia -Deutsche Bank, JP Morgan y Barclays- no se observan grandes diferencias. Agrega que para América Latina estas proyecciones son algo menores que las consignadas en el IPoM y que las informadas por los referidos bancos de inversión, y para Brasil anticipan una caída de la actividad de 3% en el presente año y de 1% en 2016. Por último, informa que las proyecciones del último IPoM se mantienen vigentes, excepto en el caso de Japón, que da cuenta de algunas noticias más negativas en el margen, y de Brasil, cuya desaceleración sería aún mayor que la prevista en dicho Informe.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a Estados Unidos de América, manifiesta que los últimos datos de reflejaron una situación mixta. En efecto, de acuerdo con la tercera entrega, el PIB alcanzó a 3,9% trimestre/trimestre anualizado, superior al 3,7% esperado, pero los datos de producción industrial y, en especial, de empleo fueron menores que lo previsto. Es más, resalta que el *Jobless Claims Report*, dado a conocer en el día de hoy, muestra el nivel más bajo desde los años setenta, lo que da cuenta de un mercado laboral bastante estrecho.

Tratándose de la Zona Euro, los últimos datos disponibles resultaron algo peores que lo esperado, en particular la producción industrial alemana. Por su parte, Japón sorprendió negativamente en todos los indicadores de actividad analizados habitualmente.

Informa que China exhibió datos mixtos, que fueron bien acogidos atendida la creciente preocupación por la evolución de su economía. No obstante, destaca la importante caída de las importaciones, de 20,4% anual en términos nominales.

Por último, comenta que en América Latina la mayor sorpresa se observó en Colombia, cuya producción industrial registró una tasa de crecimiento de solo 0,3% anual, pero superó la caída anticipada por el mercado.

En relación con las expectativas, indica que los PMI manufactureros de las economías avanzadas se ubicaron en terreno positivo, pero con leves ajustes a la baja, mientras que en las economías emergentes, particularmente en China y Brasil, se observan crecientes señales de menor dinamismo, con caídas continuas que se estabilizan en niveles bajo el pivote 50. Agrega que los indicadores de confianza del consumidor registraron una dinámica divergente, con alzas en las economías avanzadas, caídas significativas en Brasil y relativa estabilidad en China.

En materia de inflación, señala que en las economías avanzadas la inflación en doce meses se ubica en torno a 0%, explicada por los bajos precios de la energía; que en Estados Unidos de América, la fuerte caída de la inflación de combustibles, cercana a 5% mensual y de 18% en el año, ha incrementado la diferencia entre las inflaciones *headline* y *core*; y que América Latina, con excepción de México, exhibe valores muy por sobre los objetivos de política, particularmente en Colombia y Perú, y algo menos en Chile.

A continuación, el señor Diego Gianelli destaca el importante ajuste de precios relativos que ha tenido lugar en América Latina desde el año 2014, que se ha dado en un contexto de déficits de cuenta corriente relativamente significativos —particularmente en Colombia— y holguras en el mercado laboral bastante limitadas. Acota que en Chile, este ajuste comenzó más temprano que en otras economías de la región, como Brasil y Colombia, donde se ha acelerado en lo más reciente.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro comenta que en Colombia, México y Perú se percibe una discusión interna respecto de una anomalía en la trayectoria del empleo, al observarse tasas de desempleo bastante sorprendidas.

El señor Diego Gianelli indica que la tasa desempleo no muestra grandes oscilaciones cíclicas en Colombia y Perú. Respecto de México, manifiesta no tener mayores antecedentes sobre esta materia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara recuerda que en Brasil la tasa de desempleo era el gran dilema antes del inicio del alza de tasas, porque no aumentaba a pesar de las bajas tasas de crecimiento de la actividad. No obstante, en el último tiempo, se advierte una notoria alza de este indicador. Agrega que los presidentes de algunos bancos centrales de la región han manifestado su sorpresa por la evolución del desempleo, tales como Colombia y Perú.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon complementa lo expresado por el señor Presidente, comentando que el Fondo Monetario Internacional hizo notar recientemente que, en comparación con otros ciclos, en el último año el ajuste del mercado laboral en varias economías del mundo, incluidas las latinoamericanas, habría sido más gradual que lo previsto. Acota que la tasa de desempleo en Brasil está transitando hacia niveles más normales.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta su interés por la situación de cuenta corriente de Latinoamérica, y consulta si es posible analizar lo que podría ser el equivalente a la cuenta corriente en precios de tendencia para otros países. En particular, pregunta si el déficit de 6% que exhibe Colombia es el resultado de algún ajuste en la parte real de la cuenta corriente o del deterioro de precios.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que ve en Colombia algo de negación del problema del déficit de cuenta corriente, el que justifican con que se financia con la elevada inversión extranjera.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés resalta que Brasil ha disminuido su deuda pública neta en torno a 10 puntos porcentuales en los últimos 10 años y que, de hecho, hoy es menor que la de Colombia, donde ha aumentado más de 10 puntos porcentuales, hasta una cifra superior al 40% del PIB. Acota que el déficit fiscal colombiano se incrementaría de 3 a 3,6% el próximo año.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro hace notar que pese a la situación de Colombia, el mercado no ha castigado mayormente las tasas de esa economía, y que Consensus Forecasts sigue manteniendo un déficit de cuenta corriente de 5% por dos años. Luego, no solo habría una negación de la situación de déficit de cuenta corriente por parte de la autoridad colombiana, sino que el mercado está desestimando esta debilidad.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que ello ayuda a explicar la depreciación que ha experimentado el peso colombiano

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon precisa que la depreciación de dicha moneda supera en alrededor de 15 puntos porcentuales la del peso chileno.

Además, hace notar que los riesgos de Brasil y Colombia están muy interrelacionados. En este sentido, plantea que es difícil pensar que Brasil, con un crecimiento negativo de 3% este año y entre -1 y -2% el próximo, no tendrá un ajuste vía flujos de capital o una eventual crisis bancaria; luego, en ese contexto, es posible que los mercados cambien su visión respecto de la capacidad de Colombia para financiar su déficit de cuenta corriente. Advierte que ello podría acarrear un contagio mayor que cobraría relevancia para Chile, porque su diferenciación respecto de esas economías podría dificultarse en la medida que varios países de la Alianza del Pacífico presenten crecientes problemas.

El Consejero Joaquín Vial sugiere profundizar el análisis de los sectores bancario y corporativo de América Latina o, al menos, los de Brasil y de aquellos países que conforman la Alianza del Pacífico. Lo expresado, con miras al próximo Informe de Estabilidad Financiera, IEF.

En la misma línea, el Presidente señor Rodrigo Vergara resalta la importancia de seguir analizando los temas de deuda corporativa en todas sus aristas, con miras al próximo IEF.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con los mercados laborales latinoamericanos, el Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz hace referencia a la reciente presentación del reporte semianual sobre salarios y mercado laboral para la región, a cargo de la oficina del Economista Jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial señor Augusto de la Torre, oportunidad en que se dio cuenta de un mercado laboral relativamente dinámico respecto de la situación de crecimiento que exhibe la región —similar a la situación chilena—, así como de los primeros signos de debilitamiento en muchos países en lo concerniente a composición del empleo, disminución de la participación de los jóvenes en la fuerza de trabajo, lo que se proyectaría hacia adelante.

El señor Diego Gianelli prosigue con su presentación haciendo especial referencia a la economía brasileña. Hace notar que la situación política y macroeconómica de ese país continúa deteriorándose; y que las proyecciones del WEO incorporan una caída de la actividad, una tasa de crecimiento acumulado en 5 años cercana a cero en los últimos dos a tres años, y tasas de crecimiento positivas recién en el año 2017. Agrega que, en el corto plazo, el deterioro del mercado laboral, tanto en materia de desempleo como de salarios, ha sido muy rápido, contrastando con el resto de las economías de la región, pero en línea con los problemas políticos que enfrenta.

Asimismo, menciona que su déficit fiscal es del orden de 9 a 10 puntos del PIB, con un componente de pagos de intereses importante, debido a que el servicio de la deuda está indexado a la tasa Selic, que se sitúa en niveles muy altos para combatir la inflación. Luego, esta situación implica un gran desafío de política para tratar de ajustar ambos frentes.

En términos del financiamiento de su cuenta corriente, comenta que el componente de inversión extranjera directa corresponde a una fracción relativamente pequeña de este financiamiento, lo que constituye un signo de fragilidad; que la deuda pública bruta ha crecido de forma muy acelerada desde el año 2014; y que la deuda neta se ha mantenido estable, con una caída en el margen, porque la deuda en dólares de esa economía es acotada y su nivel de reservas, relativamente elevado.

Por último, plantea que en materia de dinámica de precios de activos, se advierte una importante depreciación del real en el último mes y una caída persistente del precio de los activos bursátiles. Los niveles de premio por riesgo, en cambio, han sorprendido al exhibir un aumento moderado en relación con su propia historia y con el deterioro macro de dicha economía en lo más reciente, que se explican, en parte, por la mantención de un *stock* relativamente amplio de reservas. Acota que el aumento observado este año obedece a la caída del PIB proyectado por el WEO para el presente ejercicio.

En lo concerniente a política monetaria en los países de la región, se espera el inicio de una normalización en todos los países, excepto en Brasil. En efecto, de acuerdo con las expectativas de los bancos de inversión, en el horizonte de un año, se anticipan aumentos de tasa en torno a 100 puntos base en Chile y México, y de 125 puntos base en Perú. En Colombia, en tanto, se materializaría un alza de tasas en el mes de diciembre y su mantención a partir de entonces.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés plantea la conveniencia de tener una visión sobre la política monetaria de otros productores mundiales de *commodities* y no asociar a Chile con las demás economías de América del Sur en este aspecto. Lo expresado, porque, en términos comunicacionales, es preciso diferenciarnos ante el mercado de las restantes economías de la región en cuanto a que Chile se encuentra en una situación intermedia entre ambos grupos de economías y no seguirá el camino de sus pares de América del Sur en materia de política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Alberto Naudon pone énfasis en ciertas diferencias de la economía chilena respecto de países como Australia, indicando que su inflación es menor, ya que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a inflación es bastante menor en esa economía, y ha tenido ajustes cambiarios importantes derivados probablemente de mayores holguras o menores brechas positivas. Acota que Chile presenta algunas similitudes con las economías exportadoras de *commodities*, pero también diferencias relevantes.

En materia de política monetaria, plantea que si bien hubo aumento de tasa en Colombia y Perú, y es posible que se produzca en Chile durante la presente Reunión, las razones detrás de dichos movimientos difieren. En efecto, en Perú y Colombia, el argumento principal descansa en un eventual desanclaje de expectativas; en el caso de México, hay razones de estabilidad financiera; y en Chile, que la política monetaria está partiendo de un nivel bastante más expansivo, sobre todo en términos reales, lo que junto con la evaluación de brechas y persistencia de la inflación requiere de un estímulo monetario menor para hacer converger la inflación hacia el objetivo de política.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que el compararse con otros productores de *commodities* forma parte del análisis habitual. De hecho, se ha realizado un análisis en profundidad respecto del coeficiente de traspaso del tipo de cambio a inflación, que ha dado como resultado que, al menos respecto de esa variable, estamos más cerca de los países de América Latina que de economías como Canadá, Nueva Zelanda, Noruega o Australia.

Por otra parte, consulta si se dispone de información respecto de un eventual *impeachment* en Brasil y de los mecanismos políticos relacionados con la formulación de cargos en contra de la Presidente señora Dilma Rousseff.

El señor Diego Gianelli señala que el reciente rechazo del presupuesto del año 2014 por parte Tribunal de Cuentas dio espacio para que la oposición o el Senado planteen un *impeachment*, pero no hubo quórum para ejecutarlo. Agrega que Eduardo Cunha, uno de los líderes de la oposición y Presidente de la Cámara de Diputados, estaría involucrado en un nuevo escándalo de corrupción, lo que unido a cupos cedidos a la oposición dentro del gabinete del Gobierno para ganar espacios políticos frente a un posible *impeachment*, harían poco probable su materialización.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación y alude a los hechos relevantes en materia de precios de *commodities* en el último mes. Destaca el alza del precio del petróleo, los movimientos mixtos en el resto de *commodities* y la dinámica disímil de los precios del cobre y petróleo. En efecto, el primero comenzó en un nivel algo mayor que el actual, disminuyó y luego se recuperó; el del petróleo, en cambio, inició el período en niveles mínimos en este ciclo, subió de manera importante y retrocedió en lo más reciente.

En cuanto a las noticias que tuvieron alguna incidencia en los precios de *commodities*, destaca que el valor de las importaciones de cobre de China disminuyó, pero las importaciones en volúmenes físicos se mantuvieron elevadas respecto del año anterior.

A título de dato más relevante del mercado del cobre, plantea que el último Informe del CRU da cuenta de correcciones a la baja en la oferta y en la demanda en todo el horizonte de proyección, que serían de mayor magnitud tratándose de la oferta por los recortes en la producción de Glencore y Escondida y llevarían a una revisión a la baja de la proyección de inventarios respecto de lo contemplado en los informes de los meses de abril y julio últimos. Hace notar que pese a estos ajustes, las proyecciones de precio para el año 2016 continúan revisándose a la baja, donde el CRU, JP Morgan y Goldman Sachs prevén que este oscilará entre los US\$ 2 y US\$2,10 la libra.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que el citado informe da cuenta de recortes de costos de producción en el año 2016 del orden de 7,5%, por depreciación de las monedas de los países exportadores y un traspaso mayor de la caída de los precios de energía.

El señor Diego Gianelli continúa con su exposición señalando que el Índice FAO de alimentos registró un aumento de 0,8% en septiembre, explicado principalmente por el alza del precio de lácteos y azúcar; que la proyección para los próximos meses es algo mayor que la consignada en la Reunión previa; y que el fenómeno climático "El Niño" contribuiría a contener la oferta de algunas cosechas en lo que resta del año.

En lo concerniente a política monetaria, manifiesta que la visión respecto de la primera alza de tasas en Estados Unidos de América se ha ido retardando en el tiempo. En efecto, a fines del 2014 y principios del presente año, todos los bancos de inversión anticipaban el inicio del proceso de normalización para el mes de junio de este año; luego, esta visión se cambió para septiembre; y, en lo más reciente, si bien la Presidente y el Vicepresidente de la Reserva Federal, señores Janet Yellen y Stanley Fisher, respectivamente, habrían indicado cierta preferencia por su inicio en diciembre próximo, el mercado y los analistas estiman cada vez menos probable un alza durante el presente ejercicio.

Consigna que uno de los argumentos aludidos por la Reserva Federal para mantener la tasa en septiembre fue la elevada volatilidad de los mercados financieros como consecuencia de los acontecimientos en China. Agrega que luego de adoptada dicha decisión y que el mercado postergara el inicio de la normalización de la política monetaria para el próximo mes de marzo, se registró un aumento récord de la volatilidad, que hoy retornó a niveles más bajos.

Especial importancia atribuye a la discrepancia entre el discurso de ese organismo y la visión del mercado. En particular, los precios de mercado indican que la tasa llegaría a 0,5% a fines de 2016, mientras que la Reserva Federal la sitúa a esa fecha en un nivel superior a 1%.

Asimismo, las proyecciones de la Reserva Federal respecto del nivel de la tasa para cada año se han ido moviendo a la baja, particularmente a partir del momento en que comenzó a caer el precio del petróleo, lo que estaría indicando que los efectos desinflacionarios explicarían, en parte, la mantención de la tasa de instancia por parte de ese organismo.

Acota que la Reserva Federal también ha ido corrigiendo a la baja la tasa de llegada o tasa neutral. De hecho, la mediana de las proyecciones de los miembros del Board ha caído 75 puntos base desde el año 2012 a la fecha.

En opinión del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés, el nivel de las tasas de largo plazo no se relaciona con la evolución del precio del petróleo, sino que con la evolución de la economía china -a juicio de la Reserva Federal, el riesgo más importante-, en menor grado, con la apreciación del dólar.

El señor Alberto Naudon expresa que más allá de las interpretaciones de la curva *forward*, el punto relevante es que desde la mantención de la tasa en septiembre, la tensión entre algunos de los miembros más influyentes de la Reserva Federal y el mercado se ha ido ampliando, lo que genera un escenario con mayor riesgo de volatilidad financiera.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación indicando que las tasas cortas -a 2 años- y las tasas largas -a 10 años- de las economías avanzadas se encuentran en niveles muy bajos, y que mayores estímulos monetarios en la Zona Euro y Japón no tendrían efectos de importancia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al finalizar su presentación, menciona que los precios de activos se han recuperado luego del discurso más *dovish* de la Reserva Federal, el dato débil de empleo en Estados Unidos de América y la posible ampliación de estímulo monetario en otras economías avanzadas. En particular, las monedas se apreciaron frente al dólar; las tasas a 10 años cayeron, salvo en Brasil; los precios de los activos bursátiles aumentaron; y los premios por riesgo dieron cuenta de un incremento en la mayoría de las economías latinoamericanas, mientras que en Grecia registraron una caída importante, coherente con la fase del ciclo en que se encuentra.

El Consejero señor Pablo García consulta por los factores que explicarían el fuerte aumento de los CDS en América Latina durante la última semana, en circunstancias que el mercado pareciera estar yendo en direcciones distintas.

En opinión del Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón, el aumento de los premios por riesgo en América Latina responde a un efecto contagio de la situación por la que atraviesa la economía brasileña.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del señor Diego Gianelli y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro hace referencia a la incompatibilidad que se observa entre la positiva evolución de los activos riesgosos y la corrección a la baja en el crecimiento, planteando que detrás de estos desarrollos habría una percepción de que la Reserva Federal actuará con mayor lentitud que la anunciada. Agrega que, a su juicio, se ha sobreestimado la relevancia de la eventual alza de la tasa de instancia norteamericana, ya que, en la práctica, esta sería probablemente menor.

A este respecto, indica que una alternativa es que la Reserva Federal actúe pronto, adelantándose a las expectativas de mercado, porque el argumento aludido en la Reunión de septiembre sobre su preocupación por China puede jugarle en contra, atendida la incerteza respecto del tiempo que tardaría en dilucidar que dicho riesgo ya no existe. Agrega que el alza de tasa revertiría la presión apreciativa sobre algunos activos financieros.

De otro lado, considera que no es descartable un escenario de retraso sostenido de la primera alza de tasa, lo que sería atribuible a una mayor debilidad de la economía norteamericana.

Expresa que, a su juicio, hay un juego entre la visión de mercado y la comunicación de la Reserva Federal que es extremadamente complejo, en especial, por su incidencia en los países emergentes, cuyos resultados del último mes —excepto en el caso de Brasil— podrían devolverse rápidamente. En su opinión, es un aspecto a monitorear.

Por último, hace referencia a la baja inflación externa en dólares y a una depreciación nominal muy significativa, pero que en términos reales es bastante más acotada, planteando que las estimaciones de *pass through* estarían en línea con la depreciación del tipo de cambio real. Hace presente que de acuerdo con lo contemplado en el último IPoM, la inflación externa en dólares se revertiría rápidamente desde -15% a niveles en torno -3 o -2% en los próximos trimestres, bajo el supuesto de que la apreciación multilateral del dólar no continúa.

El Consejero señor Pablo García señala que lo más complejo detrás de la decisión de la Reserva Federal de mantener la tasa es que la razón esgrimida —la debilidad de China— es poco creíble. Además, le sorprende que la decisión se haya adoptado por una mayoría abrumadora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, detrás de tal decisión subyace la necesidad de tener ciertas garantías de que la economía se recupera y que la inflación va al alza y se mantiene elevada. Advierte que en esa circunstancia, el ajuste sería más agresivo y, por tanto, sería un elemento adicional a tomar en cuenta en términos de riesgo.

El Consejero señor Joaquín Vial no advierte un cambio significativo en el escenario internacional, sí un pequeño sesgo hacia un deterioro de la actividad focalizado en economías emergentes, particularmente en América Latina. En ese sentido, identifica un potencial riesgo de contagio por el lado de las inversiones de empresas chilenas en la región, y porque se las identifica como una misma clase de activo. En su opinión, este es un aspecto que habría que monitorear con especial atención.

Manifiesta su preocupación por la confusión que existe respecto del camino que seguirá la Reserva Federal, porque en caso de incrementarse la discrepancia entre su visión y la del mercado, el impacto en volatilidad será mayor.

Finalmente, estima que el rango de variación del precio del cobre en el escenario de mediano plazo debería tender a acotarse, porque los ajustes en la producción dificultan un descenso mayor. Sin perjuicio de ello, es preciso considerar la producción que está lista para entrar al mercado y que podría ser algo mayor que lo previsto, lo que pondría una cuota de complicación adicional en este ciclo. En su opinión, el precio del metal debería oscilar entre US\$ 2,5 y US\$ 2,6 la libra.

El señor Alberto Naudon manifiesta coincidir con lo planteado por los señores Consejeros, enfatizando que el escenario base contemplado en el IPoM sigue vigente, aunque ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos consignados allí.

Hace notar el buen cierre de mes, luego que las monedas se depreciaran en todos los países, los mercados bursátiles retrocedieran y que los CDS hayan registrado un aumento mayor en algún momento del mes, lo que da cuenta de la significativa volatilidad de los mercados financieros. En su opinión, la discrepancia entre la Reserva Federal y los mercados, y entre ese organismo y otros bancos centrales, incrementará esta tensión y acrecentará probablemente la volatilidad de los mercados.

Destaca la decisión del Banco de Inglaterra de postergar el alza de su tasa rectora —la que no se materializaría antes de seis meses—, luego que, por largo tiempo, mantuviera la expectación respecto del momento en que la subiría.

Estima que no es totalmente descartable que la Reserva Federal siga ese camino, esto es, que reconozca que hubo un cambio de escenario y que no subirá la tasa. Sin embargo, los antecedentes disponibles plantean que lo más probable es que la tensión continúe, debido a que su Presidenta y el Vicepresidente han manifestado explícitamente su preferencia por un alza.

Por último, plantea que el escenario que genera mayor preocupación es aquel en que el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón aumentan su grado de expansividad, no así la Reserva Federal, porque ello generaría una secuencia de apreciación global del dólar, con consecuencias a la baja en precios de *commodities* y mayor volatilidad.

No habiendo más consultas ni comentarios en lo concerniente al escenario internacional, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la exposición del escenario interno.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación, señalando que el diagnóstico respecto de la inflación es bastante similar al contemplado en el último IPoM y que a pesar de las sorpresas mensuales, la inflación acumulada está bastante en línea con lo proyectado al cierre de dicho Informe. En particular, consigna que el registro del mes de septiembre fue menor que el esperado, compensando la sorpresa de signo contrario del mes de agosto.

Por su parte, los fundamentos de la trayectoria de la inflación, tanto en el corto como en el mediano plazo, son similares a los contemplados en el escenario base. En particular, las medidas de inflación subyacentes se mantienen elevadas, anticipando una convergencia lenta de la inflación hacia la meta.

Asimismo, plantea que el tipo de cambio ha evolucionado en línea con lo esperado.

Agrega las proyecciones de actividad continúan sin variación respecto del IPoM, lo que indica que la evaluación de las holguras de capacidad está en línea con lo proyectado en dicho Informe.

Por último, informa que los salarios han registrado un crecimiento menor que el esperado, aunque sus determinantes, en particular la inflación acumulada en trimestres anteriores y la tasa de desempleo que se ha mantenido sin variación, sugieren que es poco probable una desaceleración mayor.

El señor Miguel Fuentes hace presente que el resultado puntual de la inflación del mes de septiembre sorprendió a la baja por un menor crecimiento de los precios de los bienes SAE y de los alimentos elaborados. Agrega que la inflación de servicios registró un aumento algo mayor que el previsto y el ítem alimentos resto, una sorpresa generalizada, ya que las carnes mostraron un aumento menor que lo anticipado y los vinos cayeron en torno a 5%, situación inusual para el mes de septiembre.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés plantea la conveniencia de profundizar el análisis sobre el precio de los alimentos, atendida la caída del índice FAO alimentos en el último año y medio. A este respecto, recuerda que en el año 2007, la inflación registró un aumento importante debido al incremento de los precios internacionales de alimentos, que fue seguida de un descenso durante la crisis. Luego, la caída del último tiempo podría corresponder a una reversión de la magnitud de lo acontecido después de 2007, que podría implicar varios puntos menos de inflación por el componente alimentos.

El señor Miguel Fuentes señala que los precios internacionales de los alimentos han registrado una caída importante, pero ha sido compensada en parte por la depreciación del tipo de cambio; por lo tanto, dicha caída medida en pesos es de una magnitud menor que la que supone esta variación. Expresa que ese es un primer elemento a tener en consideración en la proyección de inflación del escenario doméstico.

El señor Alberto Naudon añade que los futuros se han corregido al alza e indican en el margen que la visión de mediano plazo de los *commodities* alimenticios difiere de la de aquellos no alimenticios, porque, a diferencia de la demanda por metales u otros bienes, la demanda por alimentos no se vería afectada por la evolución de la economía china. Ello apoya la visión del mercado en cuanto a que su caída no se profundizará.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés consulta por la magnitud de la caída del precio internacional de alimentos que estaría incorporada en los precios internos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes indica que la trayectoria de inflación supone una disminución lenta del precio de los alimentos, esperándose que la inflación de alimentos finalice el año en torno a 4,5%, desde valores cercanos a 10% a comienzos del presente ejercicio. Agrega que hay un efecto base importante en el mes de octubre y una reversión que está reconocida en las proyecciones, que termina contribuyendo bastante menos en la inflación anual hacia el resto del año.

El señor Alberto Naudon anticipa que la proyección para los próximos seis meses considera que parte importante de la sorpresa negativa en la inflación de bienes se revertirá, no así la de alimentos, por efecto de un *catch up* más rápido a precios internacionales, que han sido algo menores. Acota que ambas consideraciones están incorporadas en la proyección.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y menciona que la sorpresa negativa del mes de septiembre anuló la sorpresa positiva de agosto, y que el error acumulado entre ambos meses es igual a cero.

Asimismo, informa que las medidas de tendencia inflacionaria se mantienen en torno a 4%, lo que anticipa una reversión lenta de la inflación en adelante; y que el indicador de persistencia inflacionaria muestra que el componente *core* se ha incrementado, en línea con lo sugerido por otras medidas algo más sofisticadas que se han calculado internamente.

El Asesor Macroeconómico del Ministro de Hacienda señor Claudio Soto plantea que la medida IPCSAE debería ser más persistente que la inflación *headline*. Sin embargo, ello no ha sido así durante un período prolongado.

El señor Miguel Fuentes menciona que la tendencia del IPCSAE tiene una capacidad predictiva mayor que la del IPC para anticipar los movimientos futuros de la inflación; y que si bien puede mostrar resultados contradictorios respecto de las medidas de autocorrelación calculadas, su comportamiento reciente avala la mantención de la inflación en niveles elevados por un período relativamente prologando.

Con respecto a la descomposición de la inflación, se observa, al igual que en meses anteriores, una aceleración importante de la inflación de bienes, en línea con la mayor depreciación del tipo de cambio; y una inflación de servicios que ha persistido en torno a 5%, coherente con el movimiento de los salarios que, pese a su reciente caída, se encuentran en niveles elevados.

En opinión del Vicepresidente señor Sebastián Claro, resulta llamativo que al revisar la evolución de la inflación de bienes y servicios SAE en los últimos 15 años, la inflación de servicios solo cae a comienzos de los 2000, en un contexto de crecimiento de salarios de entre 2 y 3% y una tasa de desempleo en torno a 10%. Luego, la inflación de servicios SAE podría ser el componente verdaderamente más persistente de la inflación.

Tratándose de la inflación de bienes SAE, hace notar que el tipo de cambio rompe con la persistencia observada hasta el año 2009, por la apreciación cambiaria y posterior depreciación.

Por último, consulta si la perspectiva de desinflación hacia adelante descansa en una reducción del componente servicios a niveles bajo 4% o en un retorno de la inflación de bienes a 0%.

El señor Alberto Naudon precisa que el aumento de la inflación se explica mayormente por la evolución del tipo de cambio, que es lo que está detrás de la inflación de bienes. Por su parte, las menores holguras de capacidad que se derivan de una visión de PIB potencial menor explican, en alguna medida, que la inflación de servicios no se haya ajustado



BANCO CENTRAL DE CHILE

tan rápido, a diferencia de otros periodos. Por lo tanto, la contribución por el lado de la brecha y, por lo tanto, su impacto a través de los servicios va a ser algo menor, mientras que la estabilización del tipo de cambio será el elemento principal en la desinflación y debería contribuir a que la inflación de los bienes retorne a 0%, o incluso sea levemente negativa, según evolucionen los precios en dólares.

Destaca que detrás de la evolución de la inflación del componente servicios está el efecto indexación, que si bien ha sido menor que en los años noventa, sigue siendo relevante y ha incidido en el crecimiento de los salarios. Acota que el efecto indexación se rompe probablemente en periodos donde el ajuste de actividad es importante. Asimismo, que en un contexto de desaceleración gradual, como el actual, la inflación de servicios ha respondido con menor fuerza a la desaceleración cíclica, contribuyendo en menor grado a desacelerar la inflación.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y menciona que la desaceleración de los salarios nominales ha sido mayor que la esperada, anotando variaciones mensuales históricamente bajas en los meses de abril y agosto.

Con respecto al tipo de cambio, señala que el tipo de cambio nominal ha registrado bastante volatilidad y que los niveles actuales son coherentes con sus fundamentos y expectativas de mercado.

Agrega que el mercado no anticipa una apreciación del tipo de cambio, situándolo en torno a \$690 en un horizonte de seis meses, según lo consigna la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE. Por su parte, el tipo de cambio real *spot* se ubica en 98,9, lo que implica una apreciación con respecto a las monedas de economías avanzadas y una apreciación en el margen frente a las latinoamericanas.

Hace presente que las proyecciones de inflación de corto plazo se han corregido a la baja respecto de la Reunión previa en algo menos de media décima, porque la sorpresa de alimentos se ha considerado de carácter permanente; y tratándose de las proyecciones de mediano plazo, se espera un rápido descenso de la inflación de alimentos, tendencia que se adelantó en el dato de septiembre y que fue incorporada en la proyección, aunque sus fundamentos y la velocidad de convergencia no han mostrado un cambio relevante.

En lo concerniente a la inflación de bienes SAE, comenta que el registro particularmente alto que se previó para el mes de septiembre no se concretó, esperándose que se materialice de manera fraccionada en los próximos meses debido a la trayectoria del tipo de cambio. De esta forma, en los meses siguientes, la inflación de bienes se incrementará en alguna magnitud respecto de lo consignado en la Reunión pasada.

Agrega que en términos de registros mensuales, se espera una variación de 0,3% en octubre, similar a lo previsto en la Reunión anterior; y que hacia el mes de diciembre, la proyección se corrige a la baja por una menor inflación del componente no SAE.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea que inflaciones de entre 4,5 y 5% para los próximos seis meses, y con un perfil creciente, no es un panorama tranquilizador, razón por la que plantea la conveniencia de construir intervalos de confianza para estas proyecciones a fin de tener alguna noción respecto de las desviaciones esperables.

El Presidente señor Rodrigo Vergara concuerda con el planteamiento del Consejero señor Joaquín Vial. Asimismo, solicita se precise si las estimaciones apuntan a una caída importante de la inflación a partir del mes de abril de 2016.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes manifiesta que el descenso de la inflación comenzaría en el mes de junio o julio del próximo año.

El señor Alberto Naudon anticipa que las inflaciones futuras son del orden de 0,1 o 0,2% mensual, excepto en aquellos meses afectados por factores puntuales como el aumento del Impuesto de Timbres y Estampillas o matrículas. Añade que, durante el primer trimestre de 2016, las inflaciones en doce meses recogen un efecto base, pero hacia fines de ese año caerían a niveles en torno a 3,7%.

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación, indicando que las expectativas de inflación a un plazo de 2 años que se derivan de encuestas y precios de activos se mantienen en torno a la meta; que las medidas que habían aumentado sobre la meta, en particular la de la Encuesta de Operadores Financieros, EOF, han vuelto a 3% en su estimación mediana; y que la inflación esperada a un año ha descendido, pero se mantiene sobre 3,5%.

Por su parte, las expectativas implícitas en los activos financieros, en particular la compensación *swap* 1 y 1, retornaron a 3% al cierre de esta presentación luego del aumento registrado el mes pasado. Asimismo, las encuestas EOF y EEE corrigen la inflación a un año a la baja, y los seguros de inflación anticipan una inflación de 3,4% a diciembre de 2016, en el rango consignado en el último IPoM.

En cuanto a las perspectivas para la actividad y la demanda, informa que la actividad resto se muestra, en general, en línea con el escenario contemplado en el último IPoM, pero con una notoria mayor debilidad en la producción minera y riesgos a la baja por expectativas de empresarios y consumidores que no se recuperan y siguen deterioradas.

Destaca que las importaciones de bienes de capital del tercer trimestre sorprendieron al alza por la internación de material de transporte aéreo, elevando la proyección de la formación bruta de capital fijo desde un crecimiento negativo de 1,2 a 0%. Acota que el sector construcción no presenta variación respecto de la Reunión previa y del último IPoM.

Por último, reitera que el nivel de expectativas de empresarios y consumidores sigue bastante deteriorado y, por lo tanto, se mantienen vigentes los riesgos a la baja para las perspectivas de actividad en el corto plazo.

Hace notar que la proyección para el PIB Resto muestra una fluctuación entre trimestres, aunque su posición anual es similar a la del último IPoM. Por su parte, el PIB total se ha ajustado a la baja por peores perspectivas del sector minería ante recortes de producción anunciadas por yacimientos relevantes, que reducen la contribución al PIB de dicho sector a 0%.

Con respecto a la proyección del PIB Resto, informa que se mantiene en 2,3%, en línea con lo contemplado en el IPoM, y que el PIB de Recursos Naturales cae un punto porcentual por menor producción minera, compensada levemente por el sector EGA de generación eléctrica.

En términos de demanda final, consigna que los últimos datos conocidos llevan a corregir al alza la estimación para el año, fundamentalmente por un juicio más positivo sobre la inversión en maquinarias y equipos. Agrega que el consumo privado mantendría un lento ritmo de expansión y persistiría el riesgo de empeoramiento de expectativas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Tratándose del mercado laboral, la masa salarial se desaceleraría como resultado de un menor dinamismo del empleo. Precisa que el grueso de la corrección viene por el lado de la fuerza de trabajo más que por las horas trabajadas, y que la tasa de desempleo se ubicaría en torno a 7% a fin de año.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa que el comportamiento del mercado laboral es un elemento clave, porque influye fuertemente en la proyección de consumo y la fortaleza de la demanda interna. Por lo tanto, solicita a la Gerencia de División Estudios que presente los modelos de empleo que se utilizan en las proyecciones, así como alguna idea respecto del margen de error asociado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita que dichos antecedentes sean presentados en la próxima reunión de coyuntura.

El señor Alberto Naudon se compromete a presentar los modelos que sustentan estas proyecciones. En todo caso, hace presente que las proyecciones no incorporan la totalidad de la corrección que sugieren el IMCE y el IPEC, pero que atendida la evolución del PIB y del PIB Resto y las expectativas de mercado, es esperable un menor crecimiento de la tasa de empleo hacia adelante.

El señor Miguel Fuentes agrega que, internamente, han surgido dudas sobre la lectura del mercado laboral, atendida la diversidad de posiciones de las distintas fuentes respecto de su evolución. Sin perjuicio de ello, precisa que la información disponible da cuenta de un dinamismo acotado del empleo asalariado.

En cuanto al Índice de Puestos de Trabajos, informa que si bien muestra una reversión en el margen, ha exhibido una trayectoria de contracción del empleo asalariado muy importante desde hace varios años.

Con todo, las cifras dan cuenta de que el dinamismo del empleo asalariado ha sido bastante acotado en los últimos años. El empleo público, en cambio, exhibe el mayor crecimiento acumulado desde el año 2013, debido a un aumento de contrataciones, que han sido particularmente significativas durante el año 2014 y que se han concentrado mayormente en regiones.

En materia de importaciones, señala que su contracción anticipa un dinamismo acotado de la demanda de bienes transables, y que las ventas de durables se mantendrían débiles. En particular, resalta la mayor contracción proyectada por la Asociación Nacional de Consumidores, ANAC, hacia el año 2016.

Por su parte, las internaciones de bienes de capital asociadas a transporte han sorprendido al alza, pero sus fundamentos no anticipan una recuperación generalizada. En efecto, al excluir la importación de aviones, el crecimiento del último trimestre resulta ser muy bajo respecto del promedio histórico.

En cuanto a expectativas medidas por el indicador IMCE, si bien se observó un repunte generalizado en todos los sectores, se mantienen en niveles mínimos históricos y bajo el pivote de expansión.

En relación con los mercados financieros, plantea que las tasas *benchmark* nominales descendieron tras la publicación de la minuta de la RPM y algunas declaraciones de las autoridades del Banco; y que las tasas de interés reales se mantienen en niveles bastante bajos desde una perspectiva histórica.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Tratándose de las colocaciones, informa que las de consumo mantienen su crecimiento y las hipotecarias se aceleran, en un contexto de tasas de interés que continúan bajas respecto de su promedio histórico y en línea con sus comparadores habituales. Por su parte, las colocaciones comerciales se aceleran en términos nominales por la incidencia de aquellas en Unidades de Fomento y en moneda extranjera.

Hace notar que según los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario, publicada el día anterior, la banca informa condiciones más restrictivas en la oferta de créditos respecto del trimestre anterior, lo que, en todo caso, ha sido la respuesta habitual en los últimos años. De otro lado, la demanda por créditos hipotecarios se percibe más expansiva y la demanda por créditos comerciales más contractiva.

Precisa que la mayor restricción en la oferta de crédito se explicaría por un mayor deterioro de la cartera de créditos, no así por mayores *spreads* de tasas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que el Presidente de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras ha planteado que la morosidad de la cartera ha caído en el margen, lo que resulta sorprendente y no daría cuenta de un deterioro de la cartera. Luego, las condiciones de oferta de crédito más restrictivas podrían estar acotadas a los sectores más riesgosos.

El señor Alberto Naudon indica que si bien las condiciones de oferta son algo menos holgadas que en trimestres anteriores, el panorama no dista de lo que se esperaría del ciclo; por lo tanto, el principal *driver* de las bajas tasas y el bajo nivel de crecimiento de los créditos sigue siendo la debilidad de la demanda. Luego, la visión principal sigue siendo de condiciones financieras relativamente holgadas y de ausencia de problemas mayores en el mercado del crédito.

Al finalizar su presentación, el señor Miguel Fuentes menciona que las expectativas de TPM implícitas en los activos financieros han convergido desde la última Reunión a la visión del IPoM, y que las encuestas muestran algún grado de disenso respecto de los movimientos para esta Reunión. En particular, la encuesta Bloomberg está más sesgada hacia un alza; la EEE, a una mantención; y la EOF está dividida entre una mantención y un incremento de 25 puntos base.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del señor Miguel Fuentes y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés resalta el completo disenso que existe hoy respecto del movimiento esperado de la TPM en esta Reunión, y que el movimiento de expectativas ha estado fuertemente influido por la comunicación del Banco hacia el mercado.

En segundo término, enfatiza que ninguna de las noticias del mes anticipa un escenario futuro de mayor inflación o de mayor actividad.

A continuación, expresa su preocupación por que la visión del Banco sobre brecha del PIB es que esta es básicamente igual a 0%, razón por la que sugiere se tenga una introspección adicional a este respecto, toda vez que le cuesta conciliar que una economía que tiene una cuenta corriente de 0% tenga también una brecha de 0%. Es más, plantea que el indicador IMCE da cuenta de que las holguras de capacidad de manufactura son hoy día la mitad de lo observado durante la última crisis.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, no se advierte en la economía una dinámica coherente con brechas cercanas a 0%, por lo que enmarcar la discusión sobre dicho diagnóstico le parece riesgoso para el análisis futuro. A su juicio, no es posible tener una brecha de 0% en medio de un enorme ajuste sectorial, en que se están deshaciendo diez años de *boom* de precios de *commodities* y aún resta mucha reasignación sectorial de recursos.

Por otra parte, manifiesta su sorpresa porque en esta Reunión no se haya hecho alusión alguna a los temas de política fiscal, en particular, atendido el cambio de signo del impulso fiscal contemplado en el presupuesto del año 2016, que implicará un punto y medio de menor crecimiento anual.

A título de último comentario, expresa su inquietud respecto de la discusión sobre expansividad de la política monetaria, ya que, a su juicio, no se puede asumir que es expansiva haciendo el foco únicamente en la tasa de interés real de corto plazo.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que pese al alto nivel de confianza que le generan los modelos utilizados, podría haber una subestimación del crecimiento del PIB en los próximos meses. Lo expresado, a juzgar por el escenario presentado en términos de crecimiento de la actividad y demanda, y evolución del mercado laboral y de las colocaciones.

El señor Claudio Raddatz comparte lo expresado por el señor Alberto Naudon en cuanto a que, en lo más reciente, no se perciben restricciones de oferta muy significativas detrás de la desaceleración del crédito. Sin embargo, resalta la importancia de la percepción de riesgo de cartera como determinante de condiciones más restrictivas de oferta, tal como lo sugiere el diagnóstico consignado en los últimos dos o tres reportes del IEF. En este sentido, se observa un aumento en la fragilidad del sector corporativo y un endeudamiento leve, pero creciente, de los hogares que, sin alcanzar niveles críticos, se muestran persistentes y hacen difícil pensar en una expansión relativamente rápida del crédito en lo venidero.

El señor Alberto Naudon aclara que el IPoM no contempla una brecha de 0%, sino que una de -1 a -1,5%, con dos componentes importantes. El primero, que la estimación de PIB potencial asociado a inflación está en torno a 3% y es levemente menor que el PIB tendencial. En segundo término, la economía venía de brechas particularmente positivas; por tanto, la corrección no ha sido particularmente negativa en cuanto a niveles.

En cuanto a la tasa de interés neutral, expresa que su estimación es más baja, en línea con la corrección del PIB potencial. En particular, la tasa de interés neutral de largo plazo está en torno a 1,5%, que no es muy distinta de la tasa de interés real de los bonos largos. Luego, en ese sentido, hay relativa tranquilidad respecto de la medición.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés, manifiesta que se ha tomado debida nota de ellos y serán considerados en análisis posteriores.

Enfatiza que la conducción de la política no se basa en los desarrollos observados en un mes en particular, sino que en una visión de mediano plazo de la economía; por lo tanto, se mantiene vigente el escenario contemplado en el último IPoM, más allá de algunas volatilidades mes a mes.

En materia de brecha, estima que es difícil pensar en una brecha muy alta, atendida la nueva estimación de PIB potencial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Destaca que el ajuste en Chile ha sido positivo y se compara favorablemente con ajustes pasados, ya que en lugar de una recesión, hemos tenido un período de crecimiento —aunque modesto— y, por sobre todo, un ajuste del mercado laboral que ha sido benigno. Lo expresado, gracias a la contribución extraordinariamente importante de la política monetaria.

Con respecto a la expansividad de la política monetaria, si bien entiende las dudas que puede generar su medición, manifiesta que la tasa de interés real de corto plazo es muy negativa, lo que deja en evidencia su nivel de expansividad. De hecho, alude a un ejercicio comparado que da cuenta de que nuestra tasa de interés real de corto plazo es por lejos la más negativa de la región, y que sería superada únicamente por las tasas de algunas economías avanzadas de Europa y Estados Unidos de América.

Al finalizar su intervención, el Presidente señor Rodrigo Vergara reafirma que la expansividad de nuestra política monetaria es un hecho positivo *per se*, sin perjuicio de lo cual, y tal como fue expresado en el último IPoM, se deberá evaluar si su magnitud es la adecuada en el contexto actual.

Al no formularse otros comentarios y siendo las 13:50 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión e informa que se reiniciará a las 16:00 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 227, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de abril de 2016 se efectuará el día martes 12 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Alberto Naudon inicia su intervención señalando que los antecedentes conocidos desde la última Reunión son, en términos generales, coherentes con las proyecciones del IPoM de septiembre. En efecto, la inflación del IPC de dicho mes estuvo algo por debajo de lo anticipado internamente y por el mercado, pero en conjunto con la sorpresa positiva de agosto dejó la inflación en línea con nuestras proyecciones. Más importante aún, las sorpresas en la inflación subyacente —SAE— han sido menores y, al igual que lo ocurrido con la inflación total, después de dos meses no presenta desviaciones relevantes respecto de lo anticipado en dicho Informe.

Asimismo, indica que la evolución del PIB resto, la medida de actividad más relevante para la medición de presiones inflacionarias y respecto de la cual se calcula la brecha de actividad, ha evolucionado de acuerdo con lo previsto. La producción minera, en cambio, ha mostrado un desempeño bajo, que incidirá negativamente en la evolución del PIB total, cuyo crecimiento anual podría incluso ubicarse por debajo del rango de crecimiento propuesto en el IPoM pasado. Agrega que, salvo elementos puntuales, la demanda sigue débil, en línea con lo estimado; el mercado del trabajo continúa acomodándose al ajuste cíclico con singular resiliencia; y las tasas de interés en los distintos mercados financieros locales permanecen bajas, lo que sugiere que el menguado nivel de crecimiento del crédito tiene su origen principalmente en la menor demanda. Por último, consigna que la economía internacional tampoco presenta cambios significativos respecto del escenario base, aunque la probabilidad de ocurrencia de algunos escenarios de riesgos identificados en el IPoM ha aumentado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En este contexto, manifiesta que la visión de que la convergencia de la inflación será lenta y que para materializarse requerirá disminuir el actual estímulo monetario en 50 o 75 puntos base durante los próximos meses, sigue plenamente vigente.

Hace notar que respecto de los dos desarrollos que se consideraron relevantes de destacar en la Reunión pasada, esto es, el alza de la curva de rendimiento por sobre el supuesto metodológico coherente con nuestras proyecciones y el movimiento de algunas medidas de expectativas de inflación a mediano plazo por sobre 3%, se observa una reversión importante. En efecto, las mencionadas medidas de expectativas de inflación han vuelto a la meta, al tiempo que la curva de rendimiento se contrajo, alineándose con el supuesto de trabajo utilizado en el IPoM. Expresa que ello es indicativo de que el promedio de mercado considera que el ajuste al impulso monetario antes señalado es adecuado y que los riesgos de una evolución indeseada de las expectativas de inflación han disminuido.

En este contexto, plantea que la Gerencia de División Estudios considera que la opción de subir 25 puntos base y mantener el sesgo al alza es la opción apropiada para esta Reunión, toda vez que en un marco de metas de inflación la trayectoria de la TPM debe ser aquella que resulta coherente con que la proyección de inflación en el horizonte adecuado sea igual a la meta. Así, más allá de los vaivenes en los registros mensuales de inflación e independiente de que las expectativas se encuentren hoy bien ancladas en la meta, la Gerencia de División Estudios considera que, como se analizara largamente en el IPoM, la mayor persistencia de la inflación, las holguras de capacidad algo menores que lo anticipado algunos trimestres atrás y la visión de que la economía está en condiciones de elevar gradualmente su ritmo de crecimiento, acercándose a su potencial hacia fines de 2016, requieren disminuir parcialmente el impulso monetario. Resalta que, hoy, este impulso es, por lo demás, particularmente alto, como lo muestra el hecho que las tasas reales se encuentran en niveles negativos en el corto plazo —de hecho, entre las tasas reales más bajas de un conjunto de países comparables— y en torno a sus mínimos históricos en plazos más largos. Lo anterior, sin perjuicio de que todavía se considere internamente que la política monetaria debe seguir colaborando a la suavización del ciclo, manteniéndose en zona expansiva por un buen tiempo.

No obstante lo anterior, la Gerencia de División Estudios cree que la opción de mantener la TPM en 3% no debe ser descartada de plano como irrelevante, ya que algunos de los escenarios de riesgos presentados en el IPoM, y que suponen consecuencias negativas sobre la actividad y la inflación de mediano plazo, han aumentado su probabilidad de ocurrencia en el margen. En particular, menciona que el deterioro de la economía brasilera ha sido más rápido que lo esperado, lo que no ha dado tiempo a varias economías de la región para ajustar sus cuentas externas y, en algunos casos, fiscales. En este contexto, advierte que la probabilidad de un contagio financiero de problemas en Brasil hacia la región, y finalmente hacia Chile, es también algo mayor. Por otra parte, la mantención de la tasa de interés de política en Estados Unidos de América, entre otros factores, ha llevado a los mercados a tomar una posición más blanda respecto de las acciones futuras de la Reserva Federal, aumentando la discrepancia entre lo que piensa el mercado y lo planteado por varios de los principales líderes de ese organismo respecto de la evolución futura de la política monetaria en dicho país. Adicionalmente, todo indica que los demás bancos centrales de países desarrollados se muestran más inclinados a aumentar el grado de estímulo monetario, lo que intensificaría la divergencia de sus políticas monetarias con la de la Reserva Federal.

Hace presente que, en este contexto, es probable que observemos mayor volatilidad en los mercados financieros, aumentos de premios por riesgo, un mayor fortalecimiento global del dólar y nuevas correcciones a la baja en el precio de los *commodities*. Por su parte, en Chile, si bien los indicadores de confianza muestran cierta estabilidad, siguen en niveles bajos, y aquellas partidas que suelen anticipar el ciclo de empleo indican, desde hace ya un tiempo, que la posibilidad de un ajuste más rápido del



BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado laboral no es descartable. En este contexto, señala que la posibilidad de esperar un tiempo antes de ajustar el estímulo monetario con el objetivo de recabar más información es una opción que no se puede descartar de plano. Sin embargo, el juicio de la Gerencia de División Estudios es que los costos de esta opción, en términos del esperable retraso de la convergencia de la inflación a la meta y de la dificultad de comunicar al mercado un acción de política no esperada y, en cierta medida, discordante con lo que se ha comunicado recientemente, superan claramente los beneficios del aplazamiento, especialmente si se considera que es esperable que parte de los efectos derivados de estos escenarios de riesgos sean transitorios, y que de generar desviaciones más persistentes o más disruptivas en la economía, la historia muestra que el Banco Central tiene la capacidad de cambiar el cursos de política de manera rápida.

De este modo, el señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, el *staff* de la Gerencia de División Estudios considera como relevantes para la discusión de hoy tanto la opción de mantener la tasa en 3% como la de subirla a 3,25%, en ambos casos manteniendo el sesgo al alza. No obstante, estima que los antecedentes presentados en esta Reunión favorecen claramente esta última alternativa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz solicita la palabra para plantear algunos antecedentes sobre la situación del sistema financiero chileno, que, en su opinión, complementan la visión presentada por la Gerencia de División Estudios y son relevantes para la decisión actual y futuras de política monetaria.

En primer término, tal como se presentó en la sesión de política monetaria de esta mañana y se menciona en la minuta de opciones, corrobora que el crecimiento del crédito comercial y de consumo se ha mantenido en niveles bajos, a pesar de condiciones de tasas relativamente favorables. Hace presente que la lectura de la Gerencia de División Política Financiera al respecto, que se ha expresado en los Informes de Estabilidad Financiera, IEF, anteriores, es que el bajo crecimiento del crédito comercial se explica mayoritariamente por factores de demanda, mientras que en la del crédito de consumo hay una combinación algo más simétrica de factores de oferta y demanda. Precisa que esta lectura se basa en una serie de antecedentes, que consideran tanto el seguimiento de diversas tasas, emisiones de deuda corporativa, composición de carteras comerciales y de consumo, conversaciones con los bancos y las encuestas, tales como la Encuesta de Crédito Bancario, ECB; y que ella no ha revelado una presencia relevante de condiciones crediticias restrictivas por el lado de la oferta como un determinante transversal de la evolución del crédito comercial en los últimos dos años. Sin embargo, como lo mencionó en la mañana, en lo más reciente, tanto la ECB como conversaciones con los bancos muestran alguna inquietud respecto del riesgo de la cartera de clientes, tanto comerciales como de consumo.

Consigna que esta visión sobre el riesgo de la cartera bancaria, si bien no se refleja aún en los indicadores agregados usuales de mora, es consistente con la evolución cíclica de la economía y también con el diagnóstico de menor fortaleza relativa de los usuarios de crédito que se ha comunicado a través de los IEF recientes.

En efecto, tal como se ha consignado en dicho Informe y en una serie de publicaciones internacionales, el endeudamiento de las empresas chilenas se mantiene en niveles altos, alcanzando en este momento a alrededor de 114% del PIB, en parte por la emisión de bonos en el exterior. Asimismo, la rentabilidad promedio del sector corporativo se encuentra en niveles bajos respecto de años recientes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que si bien hay varios factores que mitigan de manera importante los riesgos enfrentados por el sector corporativo chileno, su fortaleza para enfrentar un escenario externo complejo y un escenario que también es de bajo crecimiento en el frente interno es indudablemente menor que la observada en años recientes.

Agrega que los hogares chilenos también han aumentado en forma gradual, pero sostenida, su endeudamiento, moviéndose desde 55 a 60% del ingreso disponible en los últimos dos años; y que si bien ello no se ha traducido hasta ahora en un deterioro del comportamiento de pago con la banca, esta situación podría revertirse ante un aumento del desempleo que pudiese provenir, por ejemplo, de un deterioro de la salud financiera del sector corporativo. Además, otros indicadores de comportamiento de pago de sectores que proveen crédito a hogares más afectados por el ciclo sí han mostrado algún grado de deterioro en lo más reciente, tales como las cajas de compensación, aunque en ese sector hay algunos factores normativos que son difíciles de separar de la evolución cíclica.

Advierte que esta menor fortaleza de los usuarios locales de crédito se da, tal como lo ha manifestado la Gerencia de División Estudios, en una situación de dinamismo acotado de la economía chilena, en un contexto internacional donde el escenario base no es particularmente favorable, y donde los riesgos están sesgados a la baja en una serie de dimensiones, varias de ellas de carácter global y otras tantas que se asocian directamente con economías emergentes con las que mantenemos lazos comerciales y vínculos regionales importantes. Enfatiza que las dificultades que podrían resultar del desencadenamiento simultáneo de estos escenarios no deben ser minimizadas.

En este contexto, considera que la decisión de política monetaria que debe tomar el Consejo del Banco Central de Chile no es simple y depende de una cuidadosa evaluación de la evolución futura de la inflación y sus determinantes, tales como la brecha de producto, en el escenario que se considere como el más probable.

Recuerda que en el cumplimiento de la función que tiene la Gerencia de División Política Financiera de evaluar la estabilidad del sistema financiero chileno, se enfoca en las posibles consecuencias de escenarios de riesgo y escenarios de tensión, y no realiza proyecciones de tendencia central, por lo que al respecto descansa en la visión de la Gerencia de División Estudios. Asimismo, no cuenta con elementos ni razones que lo lleven a un diagnóstico distinto del manifestado por el Gerente de División Estudios, teniendo presente especialmente que tal visión considera un posible retiro gradual y acotado del estímulo monetario como una de las opciones. Añade que en la Gerencia de División que dirige tampoco existe la estimación de que las consecuencias de tal proceso acotado de alzas de tasas pudiesen conllevar riesgos inminentes para la estabilidad del sistema financiero que fuese necesario comunicar al Consejo.

Sin embargo, cree importante recalcar que en este ambiente de menor fortaleza de los usuarios de crédito y de importantes riesgos externos, es crucial que el Consejo mantenga su acostumbrada flexibilidad para tomar y modificar sus decisiones de política monetaria de acuerdo a la evolución del escenario local e internacional; en particular, que el posible comienzo de un proceso de alza de tasas, ya sea en esta Reunión o en las venideras, no sea obstáculo para actuar con la celeridad que cambios potencialmente importantes en el escenario internacional pudiesen requerir de la autoridad monetaria.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz, y hace propicia la ocasión para plantear la conveniencia de hacer a futuro una referencia especial a la deuda de hogares.

A continuación, y no habiendo comentarios adicionales por parte del *staff*, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Rodrigo Valdés inicia su intervención, planteando las siguientes tres reflexiones.

En primer lugar, es evidente que iniciar un ciclo de cambio de tasa es más complejo que hacer uno adicional después de haber acordado cambios del mismo signo. Por lo tanto, la decisión de hoy día no solo involucra un cambio de tasa, si es que así lo acuerda el Consejo, sino que cree importante se sopesa que ello implica más grados de inacción hacia el futuro o más restricciones a un cambio de signo en la tasa.

En su opinión, los bancos centrales pierden credibilidad —por malas razones, finalmente— y les cuesta hacer cambios de signo de ciclos de tasas de interés. Por lo tanto, considera que iniciar un ciclo requiere más antecedentes que un cambio adicional de tasas dentro de un ciclo, y en esa circunstancia es preciso estar bastante seguros de que el siguiente cambio va a ser en la misma dirección. A su juicio, es ahí donde es más difícil hacer el caso hoy día.

Manifiesta entender bien que hay un diagnóstico respecto de holguras y de riesgos de desanclaje, no así la transición de riesgo de desanclaje a escenario central con alza de tasa. Al respecto, hace notar que hace dos meses, el discurso partió con un riesgo de desanclaje y hoy día se plantea como escenario central la necesidad de un alza de la TPM, lo que, a su juicio, es un problema de consistencia del análisis interno. Si bien cree que este tema fue menos obvio hacia afuera, recuerda que hace dos meses la discusión de esta mesa fue de desanclaje de expectativas, no fue que el escenario central fuese tal o cual. Incluso más, le impresiona que en las opciones se consigne que, hoy, las holguras son menores que las previstas hace algunos trimestres, porque hace algunos trimestres la proyección de crecimiento era un par de puntos porcentuales mayor. Agrega que hacer casos de holguras menores cuando se observa menor crecimiento que el esperado requiere de una flexibilidad de los parámetros no observables de una magnitud increíble; por lo tanto, no diría que por el menor crecimiento hemos aprendido que hay menos holguras, que parece ser lo que se desprende de las opciones.

Sin perjuicio de que esas son las razones de fondo, plantea el tema del riesgo de mover la tasa cuando no se debe versus la opción de esperar. En su opinión, considerando como ha sido la comunicación del Banco, cree que es complejo no mover la tasa hoy día, no por las noticias del mes que podrían llevar a estar más seguros de moverla, sino que por lo que se ha comunicado. En este sentido, y tal como lo señaló en la sesión de la mañana, le cuesta encontrar un dato del mes que empuje a un alza de tasas; y si bien reconoce que hay una estrategia de tasa de interés, a su juicio, ese plan de vuelo tendrá que afinarse de acuerdo a los datos que se vayan conociendo. Enfatiza que en el último mes no hubo dato alguno que señalara que es más probable que el plan de vuelo preanunciado sea el correcto; por el contrario, considera que el plan de vuelo es con menos tasa. En su opinión, tener *guidance* implica muchos beneficios y también tiene costos, que a veces es preciso pagarlos y puede ser que valga la pena pagarlos. Pero, en cualquier caso, considera que el tipo de cambio, la inflación, los salarios, la actividad, fueron para el lado equivocado en términos de afianzar un plan de vuelo de incremento de tasa, a no ser que se piense que el tipo de cambio y lo que está aconteciendo en Latinoamérica requiera tasas de interés más altas para una defensa financiera.

Indica que ello lo lleva al tema del sesgo, que lo encuentra muchísimo menos evidente que las opciones que se han discutido dada la comunicación previa. En este sentido, señala que si el sesgo se lee como una nueva promesa de cambio de tasa en el próximo par de meses, se estaría sobreactuando con la política monetaria, cerrándose a la posibilidad de poder reaccionar a tiempo ante todos los riesgos adicionales que se han acumulado en los últimos dos meses. Y lo más importante, en su opinión, amarra a una trayectoria de tasas que puede ser simplemente imposible de implementar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A título de tercer tema, reitera su sorpresa porque en la discusión de antecedentes de la sesión de esta mañana no se hablara de la situación fiscal, cuando, en su opinión, ha sido el tema más importante del mes en la política local económica. Manifiesta desconocer si los señores Consejeros hablarán de la situación fiscal y lo que sucede hacia adelante, pero, en todo caso, le gustaría minimizar en la comunicación del Banco —y esto hacerlo explícito— el riesgo de que se interprete que se está subiendo la tasa de interés por el presupuesto presentado recientemente. A su juicio, si todas las noticias del mes van en una dirección y si fuera un analista que quisiera hacerle algún daño al Gobierno, no titubearía en decir que el Banco Central subió la tasa por el presupuesto recientemente conocido. Atendido lo expresado, solicita que en el Comunicado al menos se consigne que el impulso fiscal estaba considerado. Plantea que es un riesgo que puede que no se materialice, pero si lo hace entraríamos en un problema de coordinación mayor.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Valdés y, conforme al orden de esta Sesión, da paso al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo la palabra al Consejero señor Pablo García.

El Consejero señor Pablo García inicia su intervención agradeciendo los antecedentes proporcionados por la Gerencia de División Estudios para esta Reunión, así como también las opiniones expresadas en el día de hoy, que motivan una valiosa discusión. Asimismo, agradece al Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz por los antecedentes que ha planteado, los que apreciaría se agregaran en la Minuta de esta Reunión como elementos que se tuvieron a la vista a la hora de tomar nuestras decisiones.

Manifiesta compartir, en general, las consideraciones consignadas en la minuta de opciones, específicamente en cuanto a las dos alternativas planteadas, esto es, la mantención de la TPM en 3% o un alza de 25 puntos base, a 3,25%. Estima que ambas son válidas a partir del análisis de los antecedentes y el encuadre macroeconómico del reciente IPoM.

A partir de ello, destaca los siguientes cuatro aspectos.

En primer lugar, señala que el escenario del IPoM tenía implícito el inicio de un proceso gradual de normalización del significativo estímulo monetario vigente en un plazo relativamente breve, mencionándose específicamente que el momento del inicio de este proceso sería entre el cuarto trimestre de este año y principios del próximo. A este respecto, recuerda que la conducción de una política monetaria bajo metas de inflación implica que la trayectoria de la tasa de interés debe ser congruente con que la inflación converja al centro del rango meta hacia fines del horizonte de dos años, que en ese minuto era septiembre del año 2017, no antes ni después, y que la forma de traducir esto en una trayectoria de tasas introduce grados de predictibilidad y de sistematicidad en la toma de decisiones que permiten orientar de forma adecuada las expectativas privadas para la política monetaria, así como justificar apropiada y razonablemente la naturaleza prospectiva que tiene esta y no su reacción a naturalezas de corto plazo o reacción mecánica a eventos de política monetaria en otras partes del mundo.

En segundo lugar, se debe evaluar Reunión a Reunión si las noticias que se van conociendo modifican de manera sustantiva la trayectoria contenida en nuestro escenario del IPoM. En su opinión —y compartiendo en este aspecto la visión de la Gerencia de División Estudios—, la suma de antecedentes conocidos desde la divulgación del Informe hace algo más de un mes no alteran de manera evidente dicha trayectoria. En efecto, por el lado de la inflación se sigue confirmando el diagnóstico de que la inflación del IPC es, en esencia, un fenómeno cambiario y que los vaivenes de los salarios responden a la indexación habitual, así



BANCO CENTRAL DE CHILE

como a la existencia de holguras acotadas en el mercado laboral. Por el lado de la actividad, cree que la principal novedad es la significativa contracción adicional de la producción minera esperada, lo que debiese restar varias décimas al crecimiento proyectado, en tanto no hay novedades muy evidentes en el sector no minero de la economía, que sigue creciendo a tasas bajas y similares a las esperadas. Agrega que por el lado de la demanda tampoco se observan nuevos antecedentes, y que el proceso de consolidación fiscal anunciado por el Ministerio de Hacienda es coherente con el encuadre de mediano plazo en las proyecciones.

En tercer lugar, es destacable que los indicadores de expectativas privadas relativos a la conducción de la política monetaria de aquí en adelante se han alineado con nuestro propio panorama. A este respecto, recuerda algo que es fundamental -que considera es el elemento central de la forma como hacemos política monetaria-, que este panorama de tasas de interés se construye con nuestros propios modelos de proyección, con nuestros propios juicios como Consejeros, alimentados por los antecedentes que recibimos del *staff*, y que luego comparamos públicamente con los precios de activos y las expectativas privadas para efectos de comunicar la instancia de política monetaria. Enfatiza que el Consejo no usa las expectativas privadas para hacer sus proyecciones. En su opinión, es fundamental que ello quede claro para efectos de que cuando se compare lo que ven las expectativas privadas con lo que nosotros hacemos, esté claro que nosotros tenemos un ancla fundamental de coherencia ente nuestro escenario macro y nuestras decisiones de política, que se parte por el lado nuestro y no directamente por el lado de las expectativas privadas.

Asimismo, también cree importante clarificar -producto que es un elemento que mencionó el Ministro de Hacienda, que también nota y que cree que es muy saludable-, que la justificación que está en el IPoM y la visión de política monetaria que tenemos en nuestro escenario no parten de una racionalidad de desanclaje de expectativas, que en su minuto consideró que era particularmente errada para justificar decisiones en particular. El escenario de proyección y la trayectoria de tasa de interés implícita para que la inflación converja a 3% en el horizonte de dos años es la razón para tomar decisiones en una dirección o en otra, puntualizó.

Agrega que desde el mes pasado, los precios de activos han tenido una reacción acentuada a la baja, con tasas *forward* entre 25 y 50 puntos base menores que hace un mes hacia fines del horizonte de proyección, claramente más cercanas a la trayectoria implícita.

Plantea que este conjunto de antecedentes lleva a que tanto la opción de mantener como la de subir la TPM en 25 puntos base sean factibles. Asimismo, como ha sido la tónica también en nuestros quince años de metas de inflación, se debe tomar en cuenta que hay elementos tácticos o comunicacionales que son relevantes, si es que los antecedentes mencionados no inclinan la balanza claramente en una dirección o en otra. Estima que desde el punto de vista comunicacional, lo central es que, independientemente de la opción que se tome, la información del escenario del IPoM sigue siendo válida. De ello se deduce que la opción de mantener debería tener asociado un sesgo muy claro respecto de que se avecina un alza. Ahora, cree que ello implicaría probablemente incluir en el Comunicado un sesgo aún más explícito que el del mes pasado, lo que considera que es muy difícil de comunicar, dado justamente el hecho que nuestra política monetaria con metas de inflación debe ser persistente y sistemática. De hecho, resalta que es justamente esa característica de nuestra política monetaria la que la hace creíble, no así la reacción con justificaciones de anclaje de expectativas que a veces se ha usado para justificar decisiones en una dirección o en otra.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Pablo García manifiesta su inclinación por la opción de subir la TPM en 25 puntos base, con una comunicación de sesgo que sugiera de manera bastante clara que el escenario del IPoM sigue siendo válido. Agrega que ello, por su naturaleza, implica también una cierta probabilidad de alzas en los próximos meses, pero claramente menos ciertas que lo informado el mes pasado respecto de lo que podría ocurrir en esta Reunión.

Por último, manifiesta que en términos de fundamentales queda claro, desde su punto de vista, que los elementos que justifican la trayectoria de tasa hacia adelante, que están en el IPoM, siguen siendo válidos, aunque hay riesgos. En este sentido, se suma a lo expresado por el Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz en cuanto a que debemos seguir monitoreando por sobre todo el escenario externo, dado que es ahí donde estima que están las principales posibles desviaciones de nuestro escenario base de crecimiento e inflación.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Consejero señor Pablo García y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el trabajo de la Gerencia de División Estudios en la preparación de antecedentes y opciones para esta Reunión.

Expresa que en el ámbito internacional se mantiene, a grandes rasgos, el escenario delineado en el IPoM, aunque en el margen se aprecia un deterioro adicional de algunos países emergentes, especialmente Brasil, y algo más de dudas respecto del desempeño de las economías desarrolladas, que, de alguna forma, se refleja también en una menor claridad respecto del curso que va a seguir la política monetaria en esos países, particularmente en Estados Unidos de América.

En línea con lo mencionado en la presentación de antecedentes, considera preocupante la mayor vulnerabilidad que se percibe en los países de América del Sur, que alcanza también a países con economías bien manejadas, lo que obliga a evaluar los efectos de posibles contagios en la eventualidad de alzas de tasas en Estados Unidos de América y nuevos flujos de salida de capitales de países emergentes.

Agrega que con respecto de las alzas de tasas en Estados Unidos de América, preocupa que se esté asentando una divergencia creciente entre las expectativas de los mercados financieros y la visión que parece ser mayoritaria en la Reserva Federal, al menos en lo que respecta a la oportunidad en que comenzaría el retiro del estímulo monetario, ya que dicha divergencia podría traducirse en un mayor impacto sobre los países emergentes de una acción temprana de ese organismo.

En lo atinente al plano local, llama la atención sobre la sorpresa a la baja en la inflación, lo que de alguna forma cancela, al menos en parte, las sorpresas previas en la dirección opuesta, manteniendo vigente la visión expresada en el último IPoM. Plantea que la desaceleración de los salarios nominales es bienvenida, en un contexto en que todavía crecen a tasas elevadas; y en lo que concierne a la actividad, si bien destaca el choque negativo en la actividad minera, el resto de los indicadores se mantuvieron en línea con la proyección inicial.

Por otra parte, señala que el crecimiento del empleo asalariado se ha recuperado, estabilizándose en 2% anual, con una composición sectorial más amplia y diversa, lo que unido al sostenido incremento en los salarios reales debería dar un respaldo relevante al crecimiento del consumo. Por su parte, se percibe también una suave tendencia al aumento en el flujo de crédito, a pesar de las condiciones más restrictivas para su otorgamiento que reportan los bancos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, un factor adicional que vale la pena mencionar es que el proyecto de Ley de Presupuestos enviado al Congreso considera un aumento acotado del gasto, lo que, sin duda, es un logro destacable, y lo que representará un menor impulso a la demanda interna, pero que es concordante con los supuestos sobre los cuales se construyó la proyección del IPoM.

En términos generales entonces, considera que el cuadro macroeconómico es coincidente con el delineado en el IPoM, por lo que después de un tiempo prolongado en que tanto la inflación efectiva y la SAE han estado por encima del rango de tolerancia, situación que además debería persistir por varios trimestres antes de su normalización, correspondería comenzar a retirar parcialmente el estímulo monetario actual.

Tal como lo manifestó en la RPM pasada, estima que postergar más esta decisión incrementa la probabilidad de tener que hacer un ajuste más brusco en el futuro, en la medida que la economía se mantenga en la trayectoria prevista. Por esta razón, señala que su voto es por subir la TPM a 3,25%. Asimismo, manifiesta su conformidad con mantener el sesgo en el Comunicado, aunque en este aspecto expresa su disposición a sumarse a lo propuesto por el Consejero señor Pablo García, que se basa también en lo planteado por el Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz, en el sentido de dejar en claro también la necesidad de mantener los grados de flexibilidad necesarios para adaptar la política monetaria a los cambios en el escenario.

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

El Vicepresidente señor Sebastián Claro señala esta Reunión se da en un contexto de noticias mixtas en el ámbito externo. En efecto, los datos de países emergentes se han mostrado más débiles y las perspectivas de crecimiento se han corregido a la baja; los precios de los *commodities* se han mantenido estables, con alzas en algunos casos; y los precios de una variedad de activos financieros de mayor riesgo han aumentado, como es el caso particular de las bolsas emergentes, monedas y bonos soberanos.

En su opinión, es probable que en el centro de dinámica esté la decisión de la Reserva Federal de no subir tasas y también una confusa comunicación sobre las consideraciones de la decisión. En este sentido, señala que la curva de rendimiento en Estados Unidos de América se ha aplanado sustantivamente, esperando el mercado un alza durante el primer trimestre del próximo año, lo que ha empujado a una búsqueda de retornos, presionando al alza a los precios de activos de mayor riesgo, incluyendo los de países emergentes, aún en un contexto de mayor debilidad. Expresa que ello ha producido una mayor tranquilidad en los mercados financieros globales producto de esta interpretación quizás *dovish* por parte de la Reserva Federal, pero podría revertirse rápidamente ante una señal diferente por parte de ese organismo. A su juicio, en el corto plazo, este es uno de los riesgos sobre los cuales hay que poner más énfasis.

Hace presente que en el frente interno, las cifras fueron mixtas, aunque, en lo grueso, mostraron una actividad algo más débil de lo anticipado y un registro de inflación también algo menor que lo previsto. Por el lado de la actividad, plantea que la noticia más relevante en los últimos meses ha sido el deterioro de la actividad minera, que explica el grueso de la menor expectativa de crecimiento de actividad en los próximos trimestres. Por su parte, las cifras de inflación se encuadran con lo esperado en el IPoM, considerando que el menor registro de este mes compensa la sorpresa al alza en agosto. Asimismo, destaca la trayectoria de los salarios nominales, que han exhibido una desaceleración mayor que la anticipada en los últimos dos meses; que la tasa de desempleo continúa baja; y que la creación de empleo se mantiene dinámica.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, los elementos anteriores conducen a dos conclusiones. En primer término, que la necesidad manifestada en el IPoM de reducir gradualmente la expansividad de la política monetaria se mantiene sin cambios. En este sentido, indica que la intensidad del impulso monetario en la economía en los últimos dos años debe ser en algo aminorada, considerando que parte del fenómeno, que originalmente pudo ser considerado de carácter transitorio, ha dado señales de tener un componente más bien persistente, reflejado esencialmente en la trayectoria del mercado laboral y de la inflación de servicios.

Plantea que la segunda conclusión que se extrae de los datos acumulados en los últimos meses es que el cambio requerido en la TPM es acotado. Lo expresado, atendido que la economía sigue sin dar muestras de una recuperación de su dinamismo; el mercado laboral, aunque muy lentamente, exhibe señales de debilitamiento; y las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen estables.

En su opinión, todo ello profundiza la necesidad —manifestada por cierto en el IPoM— de mantener una política monetaria acomodaticia hacia adelante. No obstante, los altos niveles de inflación y su composición, persistencia y los riesgos al alza en el corto plazo, que siguen latentes, refuerzan la necesidad de un ajuste acotado que asegure la convergencia de la inflación hacia 3% en el año 2017, ya que solo de esa manera la política monetaria podrá seguir acompañando la recuperación y evitando alzas en las tasas de largo plazo, lo que sería dañino. En este punto, se suma y valora especialmente el comentario formulado por el Gerente de División Política Financiera señor Claudio Raddatz sobre la capacidad de reacción y de flexibilidad de la política monetaria, a lo que agrega que, a su juicio, la experiencia indica que, en parte, la capacidad de reacción de la política monetaria también está íntimamente relacionada con la situación inflacionaria y con la perspectiva que el mercado tenga sobre el compromiso y la actitud de la autoridad monetaria respecto de ese fenómeno. Acota que un punto importante de recalcar es que en circunstancias en que la inflación se mantiene alta, la capacidad o la flexibilidad de reacción puede ser bastante menor. Por último, manifiesta que las cifras del último mes no cuestionan la estrategia planteada, sino que por, lo contrario, entregan el espacio necesario para actuar prudentemente.

Dicho lo anterior, y en las circunstancias actuales, visualiza un ajuste de la TPM del orden de 50 puntos base en los próximos meses. Consigna que en esta instancia, las consideraciones tácticas y comunicacionales entran a definir el momento preciso. A este respecto, manifiesta su concordancia con las opciones planteadas en la minuta, aunque quizás también se podría agregar, para efectos de una comunicación clara y de ganar flexibilidad adelante, la opción de subir 50 puntos base, eliminando el sesgo. No obstante, cree que ello podría dar una señal confusa al mercado, por cuanto no es algo esperado.

En razón de lo expuesto, manifiesta su preferencia por subir la TPM en 25 puntos base y mantener el sesgo. Acota que el Comunicado de la última Reunión, y especialmente la minuta de opciones, fueron efectivos en señalar al mercado nuestra visión sobre la necesidad de un aumento acotado de la TPM, razón por la que manifiesta su preferencia por que nuestra comunicación continúe en esa línea.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Vicepresidente señor Sebastián Claro e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis consignado precedentemente.

En lo concerniente al ámbito externo, señala que no hay cambios mayores en relación a lo visto hace un mes y al IPoM del mes de septiembre; que sigue existiendo una situación compleja en mercados emergentes, particularmente en América Latina y más específicamente en Brasil; y que se mantienen algunas dudas sobre la solidez del crecimiento en China y la incertidumbre propia del aumento de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el frente interno, plantea que el escenario se parece mucho al del IPoM, más allá de sorpresas al alza en la inflación de agosto y a la baja en septiembre, junto con algo de menor actividad en el sector minería; que las sorpresas en inflación subyacente han sido menores; y que el empleo sigue creciendo a tasas elevadas, aunque se espera que muestre alguna moderación en los meses venideros.

Indica que en la Reunión de hoy debemos tomar una decisión sobre el grado de impulso monetario. Al respecto, recuerda que hemos dicho en múltiples ocasiones que la política monetaria ha sido ampliamente expansiva en el último tiempo y que lo seguirá siendo, pero que para lograr una inflación en nuestra meta en el horizonte de proyección es necesario reducir en algo dicho impulso. En su opinión, ese diagnóstico no ha cambiado en nada desde el IPoM del mes de septiembre.

Manifiesta que con las elevadas inflaciones de los últimos meses se produjo en el mercado un incipiente aumento de la inflación esperada a dos años y, en particular, en la del segundo año, pero nuestro mensaje, claramente comprometido con nuestra meta de inflación y de hacer lo que fuera necesario para cumplirla, fue importante en el hecho que estas expectativas retornaran rápidamente a la meta o cercano a ella. Asimismo, cuando, por otro lado, y debido al mismo fenómeno de inflaciones elevadas, el mercado empezó a asumir alzas mayores que las de nuestro escenario base, dijimos claramente que ello iba más allá de este y el mercado lo internalizó oportunamente. Acota que las tasas largas también se han moderado.

Hace presente que desde una perspectiva más larga, la política monetaria ha sido fuertemente expansiva. De hecho, si se la mide por la TPM real, es la más expansiva en América Latina y probablemente en todo el mundo emergente. A su juicio, ello ha contribuido a un aterrizaje suave de la economía, que ha sido particularmente benigno si se compara con desaceleraciones previas. Prueba de ello es el bajo desempleo y que la economía, aunque moderadamente, sigue creciendo.

Precisa que hoy tenemos dos opciones: mantener la TPM en 3% o iniciar el camino delineado en el IPoM y subirla en 25 puntos base. Aunque considera que ambas son pertinentes, cree que se impone claramente la de subir la TPM a 3,25%. El impulso monetario es muy elevado y lo seguirá siendo aún con este aumento, apunta. Además, es consistente con nuestro escenario base —recordando al efecto que, en este escenario, la inflación se mantiene por sobre nuestro rango de tolerancia por varios meses más y que incluso a fines del próximo año está cerca de la parte alta de dicho rango— y también lo es con nuestro mensaje. En su opinión, no hacerlo plantea una inconsistencia que tendría efectos en los precios de activos y también en la inflación esperada. Recuerda también que en lo referente a inflación esperada y al término desanclaje, nos referimos básicamente a lo primero cuando hablábamos de ese término: precisamente que el desanclaje se produce en un escenario en que la política monetaria no es consistente con una inflación esperada de 3% en el horizonte de proyección. Luego, básicamente, estamos hablando de cosas similares. Por lo demás, es un término que se usó muy ampliamente durante las altas inflaciones de 2007 y 2008.

Continúa señalando que nuestros mensajes han sido claves en lo que hemos observado en el mercado. En efecto, el actual impulso por mucho más tiempo es inconsistente con nuestra meta de inflación y el mercado así lo percibe. Mientras antes actuemos, dentro de lo delineado en nuestro análisis, más coherentes seremos, puntualiza. Por último, nuestras medidas de brecha, basadas en las nuevas estimaciones del PIB potencial, nos muestran una brecha negativa, pero moderada, lo que hace difícil pensar en que sea fuente de un fuerte impulso antiinflacionario. Asimismo, no debemos dejar de mencionar la persistencia que ha mostrado la inflación, que apunta a una convergencia gradual a la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Plantea que la opción de mantener, que hasta hace poco se basaba primordialmente en sostener una cierta coherencia con el IPoM y los fundamentos detrás de ese Informe, es crecientemente menos coherente, porque no hay nada que nos permita decir que el escenario delineado en dicho Informe ha cambiado. Agrega que en favor de esta opción también se puede mencionar la desaceleración que han exhibido los salarios en los últimos meses. No obstante, sería cauteloso al respecto, porque siguen subiendo por sobre su promedio histórico y no se puede descartar que la indexación y la resiliencia que exhibe el mercado laboral mantengan un dinamismo relativamente importante de esta variable por más tiempo.

En síntesis, manifiesta que, a su juicio, se impone la opción de subir ahora, que además muestra una decisión muy clara del Banco Central de no permitir sorpresas inflacionarias a mediano plazo y así reducir los riesgos que la actual situación de un año y medio por sobre la meta conlleva. En este sentido, resalta la importancia de reiterar que todo este análisis dice relación con trayectorias y no con datos puntuales. Deja especial constancia de ello, porque, por una parte, le sorprende que un dato puntual, como la inflación de un mes —que además fue alta, aunque algo más baja que lo previsto, y que se da luego de otra inflación muy superior a lo esperado en el mes previo— sea usado como argumento de política monetaria. Así también, porque, por otra parte, es evidente que, por temas de base de comparación, la inflación en doce meses bajará significativamente el próximo mes, para luego subir a partir del mes de diciembre. Recalca que todo ello está incorporado en nuestro análisis.

En relación con el tema fiscal, menciona que este Presidente dejó en claro públicamente que el presupuesto presentado recientemente era consistente con el escenario base del IPoM. Cree que no reconocerlo y referirse a problemas graves de coordinación es, en su opinión, extraordinariamente injusto y, además, poco ajustado a la realidad.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM a 3,25% y mantener el sesgo contractivo en el Comunicado.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,25%, con un sesgo contractivo.

Conforme a la votación efectuada por los señores Consejeros, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

N° 227-01-151015 - Tasa de Política Monetaria

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

Al concluir la Reunión, se procede a dar lectura al texto del Comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito externo, tras la reunión de la Reserva Federal, el dólar se depreció multilateralmente y el precio de la mayoría de los activos más riesgosos se recuperó. No obstante, la volatilidad de los mercados permanece alta. Además, persisten los riesgos en torno a la evolución de la economía china y se han acrecentado las dudas sobre el desempeño de América Latina, en particular de Brasil. Los precios de las materias primas tuvieron movimientos mixtos en el mes.

En lo interno, el IPC de septiembre fue menor que lo previsto, aunque se espera que la inflación anual —total y subyacente— siga en niveles elevados, en línea con lo previsto en el último IPoM. Las expectativas de inflación a dos años plazo están en 3%. Su evolución se seguirá monitoreando con especial atención. En agosto, la actividad estuvo por debajo de lo esperado, con una sorpresa que se concentró en el sector minero. Los indicadores de demanda siguen débiles. Los índices de confianza mejoraron en el margen, aunque se mantienen en niveles pesimistas. La creación de empleo privado sigue dinámica y el crecimiento anual de los salarios ha descendido.

La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17:20 horas.



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



PABLO GARCÍA SILVA
Consejero



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe



RODRIGO VALDÉS PULIDO
Ministro de Hacienda