



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 228 celebrada el día jueves 12 de noviembre de 2015

En Santiago de Chile, a 12 de noviembre 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, don Pablo García Silva y don Mario Marcel Cullell.

Asiste el Subsecretario de Hacienda, don Alejandro Micco Aguayo.

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 Subrogante,
don Ricardo Consiglio Fonck;
Gerente de División Estadísticas,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
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° 228, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2016 se celebre el día martes 17 de ese mes.

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 término, indica que las cifras recientes de actividad se encuentran en línea con el IPoM y que los positivos datos de empleo impulsarían a la FED a comenzar el proceso de normalización de tasas en el mes de diciembre.

Por su parte, una creciente probabilidad de aumento del *Quantitative Easing*, QE, en la Zona Euro y eventualmente en Japón ampliaría la divergencia de política monetaria en las economías avanzadas.

Tratándose de China, señala que la probabilidad de riesgo de *hard landing* sería acotado. No obstante, el menor dinamismo de la actividad y la recomposición del gasto desde una economía industrializada a una de servicios restarían impulso al precio de los *commodities*.

Agrega que durante el mes ha habido un retroceso en el precio del cobre y petróleo, no así en alimentos cuyo precio ha exhibido un alza desde la Reunión previa, principalmente impulsado por factores climáticos.

A título de último hecho destacado del mes, consigna que en materia financiera, el mayor apetito por riesgo desde principios de octubre ha contenido los retiros de flujos de capitales de economías emergentes y presionado al alza el precio de los activos. Sin embargo, desde la última reunión del FOMC, el aumento en la probabilidad de *lift-off* en Estados Unidos habría acotado o revertido su efecto positivo en los precios de activos.

El señor Diego Gianelli continúa con la presentación indicando que las proyecciones de actividad global se encuentran en línea conforme a lo previsto en el último IPoM para el año 2015 y una o dos décimas por sobre lo proyectado por las contrapartes para el año 2016. Hace notar que en el agregado los datos son muy similares, pero hay algunas diferencias en el crecimiento esperado para China en el presente año cuya estimación interna se sitúa en 6,7% y que, luego del dato conocido al tercer trimestre, probablemente será algo superior. Lo contrario se espera para la economía japonesa en el presente año.

Destaca que la mayor diferencia con las contrapartes es respecto de Brasil, cuyas estimaciones de crecimiento para 2015 y 2016 se han visto reducidas luego del deterioro adicional sufrido en el mes de septiembre.

Asimismo, para el año 2016, se observan diferencias menos relevantes en relación con las cifras estimadas para Estados Unidos por los bancos de inversión que actualizan semanalmente sus proyecciones, no así con las proyecciones del World Economic Outlook, WEO, que se encuentran en línea con las internas. En tanto, las proyecciones para Japón son algo más optimistas que las WEO para los próximos dos años.

Con todo, el señor Diego Gianelli plantea que en términos generales, con las excepciones antedichas, no ha habido cambios significativos en la visión de septiembre para el crecimiento global.

En cuanto a las expectativas medidas por el PMI manufacturero, menciona que para todas las economías avanzadas se encuentra por sobre el pivote de expansión 50, no así en economías emergentes —incluida y excluida China— que muestran un PMI bajo el pivote 50.

Resalta que el PMI de servicios en economías avanzadas se observa más dinámico que el de manufactura, con una tendencia creciente y por arriba del pivote de expansión —55—; y que igual resultado se da en el indicador de confianza del consumidor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a la política monetaria en economías desarrolladas, indica que un alza de tasas por parte de la FED para el mes de diciembre tiene mayor certeza debido a que varios de los argumentos que contribuyeron a postergar esta decisión han ido perdiendo fuerza. En primer término, el comunicado más *hawkish* que entregó el FOMC en el mes de octubre produjo un cambio en la probabilidad implícita de alza de tasas favorable a un aumento.

Adicionalmente, el mercado del trabajo sorprende con la creación de 271.000 puestos de trabajo; una caída del desempleo a 5%; y en lo más reciente una aceleración en el margen de los salarios nominales.

Añade que otras noticias favorables a esta decisión se refieren a la menor fragilidad de la economía china respecto a lo observado en septiembre; a una inflación *core* que se ubica en 1,9%, no obstante, el PCE *core* permanece bajo el 1,5%; a precios de energía que se estabilizan en el margen conforme el efecto base comienza a ceder; y a que incluso habiendo internalizado el *lift-off*, los mercados financieros habrían acotado la volatilidad.

El señor Diego Gianelli explica que en este contexto se generan dos tensiones. La primera, es que si bien el mercado apuesta a un alza de la tasa en diciembre, lo señalado por la FED en sus puntos *dots*, genera incertidumbre sobre la velocidad y nivel de llegada de la tasa que podría generar volatilidad en el futuro que podría tener algún impacto en la descompresión de premios por plazo y depreciación de monedas, en especial, en economías emergentes.

En este sentido, hace referencia al ejercicio presentado en el IPoM de junio, que evaluó los movimientos en las tasas largas y tipo de cambio para un conjunto de economías un mes después del *tapering talk*, a modo de tener algún punto de referencia del impacto de esta volatilidad sobre dichas variables.

En el caso de Chile, el impacto sería relativamente acotado, mientras que en otras economías latinoamericanas sería alto comparado con las economías incluidas en el seguimiento.

En lo referente a la segunda tensión, señala que el día de ayer el Presidente del Banco Central Europeo, señor Mario Draghi comunicó que el Banco Central Europeo en su reunión de principios de diciembre podría hacer cambios en los parámetros del programa de QE con fines de expandirlo, haciendo caer las tasas en Alemania y depreciando levemente al euro.

Tratándose de Japón las señales son mixtas. En efecto, la encuesta de *Reuters* del día de hoy señala que el mercado esperaba en enero una ampliación del QE por parte del Banco de Japón, mientras que las últimas declaraciones del Gobernador del Banco de Japón, señor Haruhiko Kuroda dieron señales de un aplazamiento. Sin embargo, el abultado tamaño de hojas de balance como porcentaje del PIB de Japón —en torno a 75 puntos—, que se compara con 25 puntos aproximados de Estados Unidos, Zona Euro y Bank of England, hace discutible su efectividad.

Con todo, el aumento de la probabilidad de una ampliación del QE en Zona Euro y eventualmente en Japón, profundizaría la divergencia en política monetaria en economías desarrolladas.

En particular, plantea que el Reino Unido ha tenido un ciclo similar a Estados Unidos y que sería esperable que ante un movimiento al alza por parte de la FED en diciembre, el Bank of England lo siga en 2016. Tendencia que ya se ha visto reflejada en las tasas de mercado de bonos de gobierno a 2 y 10 años.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a la economía China, hace referencia a los indicadores de julio y agosto conocidos en septiembre que daban cuenta de sorpresas negativas, generando la sensación de que China podía aproximarse a un episodio de *hard landing*.

En lo reciente, algunos indicadores se revierten. Las cifras relacionadas con consumo interno han mejorado; la bolsa se ha recuperado; las reservas han aumentado en el último mes; y el tipo de cambio ha tendido a apreciarse, lo que ha moderado esos temores.

No obstante, al observar las cifras en tendencia hay un marcado menor dinamismo y un rebalanceo desde el sector secundario al sector terciario que no favorecería el impulso de una recuperación en el precio de los *commodities*. En efecto, las cifras del PIB a partir de la segunda mitad de 2014 y el aumento creciente de la diferencia entre el PMI de servicios y el PMI manufacturero, desde 2 puntos a mediados de 2014 a cuatro puntos en el último año, así lo sugieren.

Menciona que desde la Reunión previa ha habido bajas generalizadas en el precio de los *commodities*, que han sido significativas en algunos casos. En particular, el hierro y el gas natural cayeron por sobre 10%; y el cobre y el petróleo han exhibido caídas superiores a 5%. En cambio, el precio de la gasolina y de los alimentos FAO han registrado incrementos.

En términos de la volatilidad de precio de los *commodities*, indica que se ha acotado aunque los precios continúan cayendo. Precisa que al cierre estadístico de esta presentación el precio del cobre se ubicó en niveles mínimos desde el año 2009, en torno a 221 centavos la libra; y el precio del petróleo Brent se situó en torno a 45 dólares el barril.

En lo específico, explica que los movimientos opuestos en los precios de petróleo y gasolina se derivan de la menor operación de refinerías en Estados Unidos por razones de mantención, que representan alrededor del 10% de la producción total de esa economía, lo que ha generado una menor demanda de petróleo y un aumento de la demanda por gasolina para las refinerías en funcionamiento.

El señor Diego Gianelli indica que el valor de las importaciones de cobre en China continúa contrayéndose; y que en volúmenes habría una disminución en la variación mensual, pero su nivel se mantiene por sobre el registrado en octubre de 2014.

Precisa que las importaciones de cobre procesado acumuladas para el año dan cuenta de una caída de entre 4 y 4,5%, en tanto las de concentrado registran un aumento de volúmenes en torno a 9% en dicho período.

En lo relativo a las proyecciones de precios para los *commodities*, advierte de un ajuste a la baja en el precio de largo plazo del petróleo desde niveles sobre US\$100 el barril a valores en torno a US\$85, no así el cobre cuyo precio de largo plazo se corrige en menor medida.

De otro lado, el fenómeno de "El Niño" ha provocado lluvias en Brasil, sequía en Colombia y en otros países, afectando las cosechas, lo que presiona al alza al índice FAO alimentos en el mes de octubre con aumentos en todos los componentes.

Por su parte, la inflación global en los últimos meses se estabiliza en niveles bajos desde una perspectiva histórica. En especial, en las economías avanzadas el registro de septiembre fue en el margen negativo, y en las economías latinoamericanas se observa una dinámica divergente, principalmente impulsada por Brasil y Colombia.

En el mes de octubre, se observó algo más de inflación en Asia y Zona Euro, y un cambio de dirección, especialmente, en Alemania, que luego del dato negativo de 0,2% en el mes de septiembre pasa a uno positivo en igual magnitud en el siguiente registro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Tratándose de los países de la Región, comenta que, en el margen, los datos han mejorado, principalmente, en Colombia y México; y que en Brasil los indicadores de corto plazo siguen débiles aunque sin sorprender, debido a que ya estarían internalizados en las expectativas y que algunos, aun siendo negativos, han atenuado su caída. Asimismo, el tipo de cambio se ha ido estabilizando, los premios por riesgo se han ido conteniendo y la bolsa ha dejado de caer.

Añade que en Colombia los efectos del fenómeno de "El Niño" y la depreciación cambiaria llevaron a que la inflación se acelerara fuertemente llegando casi a 6% según el último dato *headline*, lo que llevó a su Banco Central a subir en 50 puntos base su tasa de política monetaria y a anunciar un programa de intervención cambiaria mediante instrumentos derivados, que aún no ha sido activado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace presente la baja factibilidad de que se active dicho programa, en atención a que las licitaciones cambiarias se materializan cuando el tipo de cambio *spot* es menor en 7% al promedio de los últimos 20 días.

El Consejero señor Joaquín Vial hace notar el salto en las expectativas de inflación que se observa en lo más reciente en Colombia, y consulta si corresponden a precios de mercado o a encuestas.

El señor Diego Gianelli precisa que las expectativas a 12 meses y 12 meses *core* son encuestas oficiales y que las expectativas a diciembre 2016 corresponderían a cifras de Consensus Forecast o Bloomberg.

El señor Alberto Naudon acota que más preocupante aún es el nivel superior a 4% que registran los *breakeven* a 5 años. No obstante, podría responder a un problema particular de liquidez en ese mercado.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación, indicando que Brasil y Colombia han acumulado desde 2012 en adelante desbalances importantes en materia fiscal y en cuenta corriente que han hecho crecer la deuda bruta de esas economías y los expone frente a un eventual deterioro en las condiciones financieras en la Región.

En cuanto a las expectativas para la tasa de política monetaria en las economías latinoamericanas, informa que las encuestas no esperan que el ciclo de alza de tasas sea muy profundo.

Desde la Reunión previa, Colombia subió su tasa en 50 puntos base, en Brasil se esperan reducciones y en Perú alzas en torno a 50 puntos base. En el caso de Chile las encuestas contemplan alzas entre 25 y 75 puntos base hasta septiembre del 2016, mientras que para México se esperan alzas más pronunciadas, en torno a 100 puntos base.

A continuación, el señor Diego Gianelli se refiere a la evolución de los mercados financieros en el último mes. Expresa que luego de un aumento muy importante en la volatilidad financiera en septiembre, en lo más reciente, ésta se ha acotado; y que el índice VIX y el Move se encuentran en niveles coherentes con su promedio anual, lo que ha llevado a que los flujos de capitales en economías emergentes en el margen reduzcan su salida.

En materia de precios de activos financieros, plantea que durante la primera mitad de octubre, hubo una apreciación generalizada de las monedas respecto del dólar; caídas en las tasas a 10 años; aumentos en las bolsas en moneda local; y una caída en todos los premios por riesgo, a excepción de Portugal.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Luego de la Reunión del FOMC, se observó una reversión de esa tendencia en paridades y tasas. En efecto, las monedas terminan depreciándose contra el dólar y las tasas a 10 años aumentando. En tanto, los mercados de renta variable se retraen, aunque no todos llegan a terreno negativo; y los CDS spread a 5 años exhiben movimientos significativos en Indonesia, México y en Perú.

Al finalizar su intervención, el señor Diego Gianelli comenta que ambos episodios registrados en el último mes y medio dan cuenta de shocks que se superpusieron. Por un lado, la percepción de menor probabilidad de *hard landing* en China y, por otro, el comunicado del FOMC y los datos conocidos luego de éste, que van en la dirección contraria para la determinación de muchos precios de activos.

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 notar que la evolución reciente del precio de los activos confirma que la apreciación generalizada de las monedas contra el dólar y la caída de las tasas de los bonos respondió a la lectura más *dovish* que el mercado hacía del actuar de la FED; y que, luego de un período de relativa tranquilidad financiera, hay un retorno al escenario de hace dos o tres meses atrás en el que predominan los riesgos asociados al alza de tasas en Estados Unidos.

En ese sentido, advierte que su percepción acerca de Brasil es menos positiva que la planteada en la presentación, y que en términos fundamentales reales la situación de dicha economía no ha mejorado, sino que se ha visto favorecida por el fenómeno de relativa tranquilidad financiera aludido que ha tocado en forma generalizada a todas las economías y que podría estar revirtiéndose.

A su juicio, el elemento más relevante del análisis efectuado consiste en que ante la profundización de la divergencia en política monetaria, respecto de las decisiones que adopte la FED en cuanto a aumento de tasas y el Banco Central Europeo en orden a realizar más QE, más allá del aumento esperado de la volatilidad en tasas, esa divergencia monetaria tendrá una implicancia en el corto plazo sobre el precio de los *commodities*.

Plantea que la diferencia de 110 puntos base en la tasa de dos años entre Estados Unidos y Europa es pequeña comparada, por ejemplo, con la diferencia de 300 puntos base registrada a mediados de los noventa; y que en períodos anteriores de divergencia se ha producido una fuerte apreciación del dólar y una caída significativa en los precios de los *commodities*. En efecto, estima que al comparar con períodos anteriores de divergencia podría haber espacio para una apreciación adicional del dólar entre 10% y 15% al tomar los *peaks* observados en ese momento.

Explica que sin desmerecer los factores de oferta que están incidiendo en la determinación del precio de los *commodities*, en particular, por la situación de China, existen elementos relacionados con la trayectoria de los mercados financieros y las monedas, que hoy pueden ser extremadamente relevantes en la trayectoria de corto plazo para el precio del cobre que vale la pena monitorear con más atención.

El Consejero señor Joaquín Vial resalta que las cifras más recientes confirman las tendencias contempladas en el último IPoM, pero que los riesgos no han disminuido; y que la evolución de la economía norteamericana es favorable desde el punto de vista de la actividad global, pero que el aumento de tasas generará algún grado de tensión en los mercados financieros.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Coincide con lo expresado acerca de la divergencia de política monetaria y la posible apreciación del dólar, cuyo correlato es una depreciación adicional de las monedas, que afectará el precio de los *commodities*. Además, menciona que el descenso del crecimiento en China parece haber tocado fondo y que el aludido cambio en su composición será negativo para nuestra economía.

Hace presente su especial preocupación por una caída adicional del precio del cobre y de otros *commodities*, como acero y petróleo, debido a que las noticias recientes sugieren una persistencia en la debilidad de la demanda física por estos productos.

Por último, considera positiva la distinción entre cifras de importaciones de cobre concentrado y refinado que se presentó en la exposición y sugiere mostrar en un solo gráfico ambas categorías y su sumatoria. Además, propone quitar las exportaciones chinas de cobre refinado, en atención a que dicha economía ha concentrado la capacidad mundial de refinación y es esperable que sea un exportador de cobre refinado importante.

El Consejero señor Pablo García comparte la preocupación expresada sobre la divergencia de política monetaria entre economías avanzadas, precisando que su principal interés se centra en conocer los fundamentales detrás de dicha divergencia.

A su juicio, Estados Unidos y Europa muestran cierta sincronía en el ciclo global ya que luego de un periodo de debilidad comienzan a recuperarse y, en ambos casos, está presente la paradoja de una inflación bastante acotada. Por tanto, su impresión es que la divergencia responde más a materializar los compromisos explícitos en la definición de la estrategia de política monetaria por parte del Banco Central Europeo y por parte de la FED, para evitar que su credibilidad sea cuestionada.

En ese contexto, plantea que si efectivamente hay sincronía en el ciclo inflacionario y de crecimiento, las trayectorias de política monetaria en esas economías tendrían que empezar a converger en algún momento y, desde esa perspectiva, el espacio para una fuerte depreciación adicional del dólar y una caída abrupta en el precio de los *commodities*, estaría más limitado.

El Consejero señor Mario Marcel plantea que el último comunicado de la FED da una señal de ajuste gradual de tasa de política y que el discurso del señor Mario Draghi apunta no sólo a una intensificación del QE, sino que a la eventualidad de recurrir a nuevos instrumentos y aplicarlos por periodos más largos que los previstos originalmente. A su parecer, ambos mensajes empiezan a configurar un escenario más de mediano plazo que es importante incorporar en el análisis.

Además, estima que la trayectoria divergente de política monetaria va a redundar en tipos de cambio distintos dependiendo de la moneda con que se compare al igual que los ingresos provenientes de la minería. En consecuencia, considera que es el momento para reforzar la mirada en tipos de cambio multilaterales y para seguir precios efectivos de venta de cobre, debido a que el dólar no solo se apreciará por efecto de la política monetaria en Estados Unidos, sino porque además otras monedas se van a estar depreciando.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que, en general, coincide con las opiniones manifestadas por los demás miembros del Consejo y anticipa que cuando se materialice el alza esperada en la tasa de política en Estados Unidos, habrá mayor volatilidad en los precios de activos financieros que espera sea de corto plazo, lo que incidirá en la situación de nuestra economía.

En cuanto a la divergencia de política monetaria entre Estados Unidos y Europa, advierte que aunque ambas economías exhiben crecimientos en torno a su potencial, las brechas estimadas son distintas en cada caso. Precisa que en Estados Unidos



BANCO CENTRAL DE CHILE

la brecha es cercana a cero y en Europa negativa, y que, además, la recuperación europea es bastante más reciente que la americana.

Hace notar que la evolución del mercado laboral también da cuenta de diferencias, con una relativa debilidad en la Zona Euro; en cambio, en Estados Unidos el NAIRU estimado por la FED es de 4,9% muy cercano al desempleo actual de 5%.

Además, indica que en el último caso, la inflación registrada en la economía de los Estados Unidos de Norteamérica ha sido muy baja, lo que también puede constituir una discrepancia fundamental.

Por último, recuerda que la FED desde principios del primer semestre viene aplazando el inicio del proceso de normalización, lo que demuestra flexibilidad en su actuar en relación con la estrategia de política monetaria comprometida.

El señor Alberto Naudon complementa lo expresado por el Presidente señor Rodrigo Vergara, haciendo notar diferencias en el comportamiento de la inflación de bienes no transables. En efecto, en Estados Unidos se habría acelerado, en parte, por la evolución del mercado del trabajo y salarios, no así en la Zona Euro en que continúa baja.

Además, comparte las preocupaciones formuladas sobre el efecto de la divergencia de política monetaria en el precio de los *commodities*, como canal fundamental a través del cual se vería impactada la economía chilena.

Hace referencia a las tensiones identificadas en la presentación, en especial, a la incertidumbre respecto a la velocidad y nivel de llegada de la tasa. Cree que la FED tiene espacio para un alza más gradual que la que indican los puntos *dots* y que se iría acercando a la posición del mercado. Sin embargo, ello implicaría que durante parte importante de 2017 las tasas reales en Estados Unidos sean negativas, lo que no se condice con una economía que a esa fecha tendrá mayor crecimiento e inflación y un mercado del trabajo más estrecho.

Estima que la FED tratará de suavizar dicha tensión, pero tiene dudas si existe espacio suficiente para mantener tasas demasiado bajas por mucho tiempo, lo que podría generar una reversión de los premios por plazo e impactar en los mercados financieros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara acota que él estima que mantener tasas reales muy bajas por algún tiempo en Estados Unidos, es algo que está en la mente de los *policy makers* de dicho país.

El señor Alberto Naudon, acerca de la segunda tensión, plantea que los ciclos económicos de Zona Euro y Estados Unidos en el largo plazo muestran señales de recuperación y que dichas señales siguen siendo bastante más fuertes en Estados Unidos, en especial, por la evolución de la inflación. En su opinión, está latente la probabilidad de una profundización de la divergencia de política monetaria, que puede generar una apreciación global del dólar y afectar el precio de los *commodities* en el mediano plazo de manera negativa. Además, el cambio en la composición de crecimiento hacia el sector de servicios, en particular, de China, es otro punto de cautela en ese sentido.

Resalta que persiste la preocupación sobre la economía brasileña y que, aunque los efectos de contagio directo de Brasil a Chile son relativamente acotados, en un contexto en que Colombia y Perú se pueden ver afectados, los efectos de contagio hacia Chile podrían ser mayores y esa es una fuente de riesgo relevante.

Por último, precisa que es difícil que se produzca una recuperación mayor a la estimada para el precio del cobre, en atención a que la magnitud en la contracción esperada de la oferta no alcanzaría para aumentar los precios. Más bien, las firmas recortarían su producción para evitar caídas bajo los valores actuales ubicados en el percentil 90 de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

curva de costo, que corresponde a un nivel donde los precios tienden a estabilizarse. Con todo, en un contexto de dólar más fuerte y dudas sobre China, anticipa que habrá una corrección relevante en la cifra estimada de producción de cobre para los próximos dos años con miras a la elaboración del próximo IPoM.

No existiendo otras consultas o comentarios, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la exposición del escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación, refiriéndose a la evolución reciente del escenario interno. Señala que, en general, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo consignado en el IPoM del mes de septiembre. En efecto, la inflación ha exhibido un comportamiento bastante similar al contemplado en el último Informe, aunque la inflación SAE sorprendió al alza en el mes de octubre por su componente servicios.

Agrega que la actividad también ha evolucionado en línea con lo previsto, y que los sectores Resto han compensado el menor dinamismo de la producción minera.

Asimismo, plantea que el mercado laboral ha mostrado una mayor resiliencia que la anticipada, que se ha manifestado, especialmente, en una tasa de desempleo que se mantiene en niveles bastante bajos en relación con su promedio histórico.

Resalta que la inversión registró un mayor dinamismo en el tercer trimestre que lo proyectado, debido a la incidencia de una importante internación de aviones.

Por último, comenta que las tasas de interés han aumentado desde el último IPoM y la RPM previa, lo que es consistente con el retiro del estímulo monetario anunciado por el Banco en la Reunión pasada. No obstante, las condiciones financieras se mantienen expansivas en una perspectiva histórica e internacional.

En relación con las condiciones financieras, menciona que las tasas *benchmark* han aumentado desde el último IPoM, pero aún se mantienen bajas respecto de su promedio histórico; los spreads no han mostrado incrementos relevantes a los distintos plazos; las tasas de bonos nominales y reales han subido; y las tasas de crecimiento de las colocaciones nominales han tendido a disminuir respecto de lo consignado en dicho Informe y la RPM anterior, aunque exhiben bastante volatilidad en la comparación mes/mes y evidencian que las condiciones financieras no han tenido un estrechamiento significativo.

En cuanto a la trayectoria esperada para la TPM implícita en los precios de los activos financieros, informa que es algo mayor que la prevista en el IPoM, en línea con el alza de tasa acordada en el mes de octubre. Por su parte, las encuestas EEE, EOF y *Bloomberg* indican que los analistas esperan mayoritariamente una mantención de la tasa en la presente Reunión.

A este respecto, comenta que se calculó la TPM real para distintas economías, deflactada por dos medidas de inflación: la inflación a octubre en cada uno de los países analizados y la inflación esperada por *Bloomberg* para el año 2016; y que los resultados dan cuenta de que en Chile la TPM real es muy baja y que la tasa real a 10 años es levemente positiva, pero bastante menor que en la mayoría de las economías analizadas.

En relación con el tipo de cambio, indica que al cierre del día de ayer registraba una depreciación de \$18 desde la RPM pasada, debido fundamentalmente a un dólar más fuerte en términos multilaterales. Agrega que con ello, el tipo de cambio real se ubica en 99,8 y registra una depreciación mayor respecto de economías desarrolladas y otros países de la región.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En términos de actividad y brechas, señala que los últimos datos conocidos del tercer trimestre confirman, en general, el crecimiento proyectado para el PIB en el último IPoM. En efecto, la tasa de crecimiento del PIB, de 2,2%, resultó idéntica que la consignada en dicho Informe y recursos naturales fue significativamente menor que lo anticipado por un mal desempeño del sector minería, pero que fue compensado por una sorpresa positiva por el lado del PIB Resto, cuya velocidad se ha estabilizado en torno a 2 – 2,5% en términos anualizados. Agrega que esta velocidad está en línea con lo contemplado en el escenario central de proyecciones de corto plazo, y que el supuesto de trabajo apunta a que la economía retomará velocidad hacia la segunda mitad del año 2016.

Con respecto a las brechas de capacidad, manifiesta que los modelos dan cuenta de holguras de capacidad algo menores que las estimadas en el último IPoM en una magnitud de 0,3%, aproximadamente.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que la reevaluación de las brechas de capacidad no le parecen irrelevantes, toda vez que el rango estimado previamente era negativo.

El señor Miguel Fuentes explica que la diferencia responde básicamente a uno de los modelos utilizados, que dio cuenta de una fuerte corrección de la tasa de desempleo. No obstante, al promediar los resultados de todos los modelos empleados, la reevaluación no resulta ser tan relevante.

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon señala que, internamente, se ha optado por la utilización de un rango, que en este caso se ha desplazado levemente hacia arriba.

El Consejero señor Joaquín Vial manifiesta estar totalmente de acuerdo con el uso de un rango en la estimación de brecha; no obstante, le preocupa la importante diferencia de sensibilidad que exhiben las distintas medidas utilizadas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar la diferencia entre el rango exhibido en el último IPoM y el actual, desde uno que mostraba un resultado levemente negativo a otro igual a cero. Por tanto, se suma a lo expresado por el Consejero señor Joaquín Vial en cuanto a la necesidad de ir afinando aquellas medidas que son demasiado volátiles o, al menos, identificarlas o ponderarlas.

El Gerente de la División Estudios señor Alberto Naudon destaca que, independiente de la mayor o menor estabilidad de las distintas medidas, el mensaje a transmitir es que las holguras se han estrechado respecto de dos años atrás debido a un crecimiento del PIB bajo su potencial, y que el tamaño de dichas holguras no es lo suficientemente grande para generar futuras presiones inflacionarias de importancia.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro hace referencia a las últimas discusiones sobre brecha en que se ha ido flexibilizando la postura y se ha tratado de reconocer e incorporar información relevante para entender el movimiento del PIB potencial. Si bien manifiesta compartir este análisis, expresa su prevención en cuanto a que se comience a sobredimensionar los cambios en el PIB potencial reunión tras reunión, por lo que sugiere se mantenga cierto equilibrio en ese sentido.

El Presidente señor Rodrigo Vergara coincide con lo antedicho, y hace notar la conveniencia de que esta información no sea incorporada en cada IPoM, sino que sea elaborada para el análisis interno.

El señor Alberto Naudon reitera que no hay un sobredimensionamiento de la información. Expresa que el diagnóstico no ha cambiado respecto de un par de meses atrás en cuanto a que las brechas se han ido reduciendo, pero que ellas no tan negativas para



BANCO CENTRAL DE CHILE

incubar presiones a la baja en la inflación. Por último, recuerda que en el IPoM se enfatiza que el análisis de las holguras de capacidad debe efectuarse en el contexto de los desarrollos del mercado del trabajo y de las encuestas del IMCE.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación e indica que las mediciones complementarias de brechas, tales como el IMCE de industria, la generación eléctrica y la tasa de desempleo, muestran que las holguras de capacidad se han reducido en lo reciente.

En relación con el mercado laboral, plantea que el elemento que ha sorprendido mayormente es que la tasa de desempleo, tanto en la medición de la Universidad de Chile como del Instituto Nacional de Estadísticas, INE, se mantiene en niveles bajo sus respectivos promedios históricos. Agrega que en ambas encuestas la creación del empleo total se sitúa en torno a valores promedio, pese al bajo crecimiento de la actividad.

Asimismo, consigna que en el caso de la medición del INE, la creación de empleo asalariado ha sido mayor que su patrón histórico, y tratándose de la medición de la Universidad de Chile, ha fluctuado en ambos sentidos en torno a su promedio histórico.

En todo caso, resalta que si bien el comportamiento de estos indicadores representa una anomalía, su grado de dispersión respecto de la línea de regresión no sería tan significativo.

Por su parte, hace notar que indicadores complementarios muestran algún grado de deterioro cualitativo del empleo asalariado. En particular, al analizar algunas características del empleo asalariado consideradas en la nueva encuesta del INE, la importancia de las jornadas parciales resulta ser algo mayor en términos históricos. Asimismo, un mayor número de personas manifiesta estar dispuesta a trabajar más horas —más de dos tercios de la jornada—. En consecuencia, si bien el dato de empleo *headline* sigue siendo mayor que lo esperado en esta coyuntura dado el crecimiento de la actividad, otros indicadores dan cuenta de algún deterioro.

El señor Miguel Fuentes destaca que la resiliencia del mercado laboral se ha manifestado también en la variación mensual de los salarios nominales, ya que la desaceleración observada en los dos primeros trimestres del año no se ha intensificado en los meses de agosto y septiembre. Es más, luego del bajo registro del mes de agosto, la cifra de septiembre resultó ser la más alta desde el año 2001, y si bien ello corresponde en parte a un rebote, el dato es mayor que el del año anterior, dando cuenta de que dicha resiliencia se está manifestando tanto en precios como en cantidades.

Tratándose de las remuneraciones reales, hace presente que atendidos los altos registros inflacionarios recientes, los salarios reales crecen en torno al 1,5%, bajo su promedio histórico.

Por su parte, señala que el consumo privado sigue mostrando debilidad al registrar una tasa de crecimiento anual en torno a 2%, muy inferior al 6% de crecimiento promedio registrado en la última década.

Agrega que las mediciones de ingreso de alta frecuencia de los modelos de proyección de corto plazo indican que el ingreso disponible estaría creciendo a una tasa mayor que la del consumo privado; y que los datos de cuentas nacionales por sector institucional muestran un aumento del ahorro de los hogares. De esta forma, ambos indicadores dan cuenta de un cuadro de relativa debilidad del consumo, en un contexto de pesimismo en las expectativas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de colocaciones, menciona que las colocaciones nominales han mostrado bastante estabilidad y que en algunos casos se han acelerado, como es el caso las colocaciones comerciales por un efecto cantidad. Es más, resalta que no se advierte una desaceleración abrupta de la disponibilidad de crédito, siendo el caso más patente el de las colocaciones hipotecarias, que han mantenido un ritmo de expansión elevado en términos históricos.

En materia de consumo, se mantiene un dinamismo acotado y crece bajo el 2% en términos anualizados; las compras de hogares en el tercer trimestre están en línea con lo consignado en el IPoM; y el mayor dinamismo de durables compensó la menor expansión del consumo habitual, en especial del componente servicios, que tiene mayor inercia.

Con respecto a la inversión, expresa que la sorpresa más relevante del mes ha sido el nuevo dato de internación de aviones informado por Cuentas Nacionales, que ha llevado a revisar el crecimiento del componente maquinaria y equipos del tercer trimestre desde el 0,2% consignado en el IPoM a 12,2% en términos anuales. Con ello, la inversión anotaría un crecimiento superior al 5% en dicho período.

Agrega que los indicadores de construcción se han mostrado bastante estables en términos desestacionalizados y en el margen muestran alguna caída; no obstante, las bajas bases de comparación inciden en un crecimiento anual del sector construcción por sobre el crecimiento del PIB. Informa que el dinamismo estaría concentrado en la edificación habitacional, y que las obras de ingeniería tendrían un desempeño mejor que el previsto en la última parte del año.

Con todo, plantea que de acuerdo con lo consignado en el último IPoM, el crecimiento de la inversión en el año 2015 sería de 0,2%, explicado por un impulso relevante del sector energía-en torno a 35%- y de la edificación habitacional sin subsidios directos del Gobierno, cuyo aporte es del orden de un punto porcentual, el más alto de este componente desde el año 2011. A ello se agrega una contribución negativa relevante de la inversión minera privada, compensada en parte por la inversión minera pública -aporte de Codelco-, pero que será revisada a la baja dado los nuevos antecedentes disponibles.

El Consejero señor Pablo García hace notar la leve variación anual que exhibe el componente de inversión no minero público, que no se condice con el crecimiento de la inversión pública de 10 o 20% este año. Observa que de acuerdo con lo graficado, su incidencia sería similar a la del año 2014, que tuvo un escenario de inversión pública claramente distinto, atribuyéndola a aspectos relacionados con su contabilización.

El señor Miguel Fuentes explica que el dato interno de inversión no minera pública supone habitualmente una ejecución presupuestaria bastante menor que la que contempla el Ministerio de Hacienda, y que los datos hasta el tercer trimestre han confirmado esa tendencia.

El Consejero señor Pablo García plantea que la inversión ha sido tema relevante en la discusión pública, señalándose que es primera vez desde la crisis de 1982 que se registran dos años de caída de la inversión. Sin embargo, los datos presentados indican que, a pesar del clima pesimista reinante y con la excepción de los años 2010 y 2011, el 2015 sería el año de mayor crecimiento de la inversión no minera privada.

En su opinión, en caso que se consignara esta información en el próximo IPoM, se podría producir cierto grado de controversia respecto de definir cuál es el componente de la inversión que debe seguirse para detectar el vínculo con expectativas, clima o escenarios base futuros.

A este respecto, el señor Alberto Naudon expresa que el Banco ha transmitido la idea de que la economía hizo un ajuste importante en el año 2014 y que está en condiciones de comenzar a normalizar su tasa de crecimiento. En su opinión, las cifras de



BANCO CENTRAL DE CHILE

inversión confirman dicho planteamiento. Sin perjuicio de ello, reconoce que los datos de inversión total son algo engañosos, porque incluyen un ciclo de inversión minera muy marcado, que no da cuenta de la evidente recuperación en la inversión no minera.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación e indica que el gasto fiscal continuó avanzando en el tercer trimestre, de acuerdo con el escenario base contemplado en el IPoM.

En materia de inflación, informa que el IPC de octubre estuvo algo por sobre lo proyectado; que la sorpresa estuvo concentrada en el componente SAE —bienes y servicios—; que la sorpresa con signo contrario registrada por el componente bienes en el mes previo se revirtió en parte; en tanto la inflación se desaceleró a 4% en términos anualizados.

Respecto de la inflación acumulada en los meses de agosto, septiembre y octubre del presente año, señala que el escenario es similar al proyectado en el IPoM, aunque se observa un cambio en composición, particularmente en el dato del mes de octubre. En efecto, el dato efectivo del componente servicios SAE fue 0,2 puntos porcentuales superior a lo proyectado, que fue compensado por la caída del componente energía.

Tratándose de las medidas de tendencia inflacionaria, estas se mantienen elevadas, la mayoría por sobre 4% y sin descensos en el margen.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere al escenario de proyecciones de corto plazo, que contempla proyecciones de actividad bastante similares a las del último IPoM y una inflación algo mayor que la prevista en dicho Informe por el componente SAE.

Destaca que el mayor dinamismo del PIB resto compensa la menor producción minera en el tercer trimestre; que el crecimiento proyectado para el primer trimestre de 2016 es bastante similar al contemplado en el escenario base del IPoM; que la inversión será más dinámica que lo anticipado por la mayor internación de aviones; y que la inflación SAE será algo mayor que lo contemplado en ese escenario por un incremento más sostenido del componente servicios.

El señor Miguel Fuentes menciona que conocidos los nuevos datos de cuentas nacionales, la proyección de crecimiento para el año se mantiene en 2,2%, con un PIB Resto algo mayor y que compensa la baja en la proyección para el sector minería.

En lo concerniente a la demanda interna, no se observan cambios relevantes respecto del último IPoM. Destaca una demanda final algo mayor por el crecimiento de la inversión, que se ha ajustado desde 2,4 a 7,1% en el tercer trimestre, fundamentalmente por el crecimiento del componente maquinaria y equipos, desde 0,2 a 12,2%.

En relación con la internación de aviones, no se tiene certeza si el fuerte incremento observado en el tercer trimestre responde a un adelantamiento de la internación prevista para el cuarto trimestre. Luego, es un aspecto a monitorear con especial atención para efectos de la revisión de la proyección decrecimiento de la formación bruta de capital fijo del cuarto trimestre.

En términos de la proyección de inflación, da cuenta de una leve corrección al alza de la inflación SAE en el horizonte de proyección de corto plazo, que se explica por la sorpresa de la inflación del componente servicios del mes de octubre, que no alcanza a compensar la corrección a la baja en bienes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto de la trayectoria de la gasolina, hace notar que la sorpresa acumulada desde el IPoM corresponde a un adelantamiento del descenso de precios hacia el mes de septiembre, que se explica por un cambio de parámetros. No obstante, hacia el final del trimestre llega a niveles similares a los estimados previamente.

En cuanto a las proyecciones de la inflación SAE para el mes de diciembre, destaca la corrección al alza desde 4,5 a 4,8% anual debido al registro efectivo de octubre, que fue dos décimas mayor que lo anticipado en el IPoM de septiembre y en la Reunión previa.

Con todo, destaca que no se esperan cambios significativos para el primer trimestre de 2016 respecto de lo proyectado en el escenario base del último IPoM. En efecto, de acuerdo con proyecciones basadas en los modelos estructurales —MAS/MEP—, la inflación del IPC y del IPCSAE se situaría en 4,8% anual en abril del próximo año.

Añade que en términos de la inflación mensual, se ajustó a cero el registro esperado para el mes de noviembre debido a la entrada en vigencia del decreto de fijación de tarifas del sector eléctrico, que tuvo una incidencia a la baja en la proyección de inflación total. La inflación SAE, en tanto, no registra variación en términos mensuales.

A continuación, el señor Miguel Fuentes se refiere a las expectativas de mercado, indicando que las expectativas de crecimiento para el año 2015 se corrigieron al alza en una décima, en tanto que aquellas para el año 2016 se han ajustado a la baja.

Por su parte, las expectativas de mercado para la inflación dan cuenta de la persistencia de un grado de incertidumbre relevante con respecto a la inflación a once meses, que se manifiesta en la amplitud de la distribución de las respuestas individuales de las encuestas EEE y EOF. Las expectativas a dos años, en cambio, se mantienen centradas en 3%, aunque en la EEE se aprecia aún cierta masa de encuestados que las sitúa sobre el centro del rango meta.

Agrega que los seguros de inflación hasta el mes de abril de 2016 muestran expectativas en torno a 4% para la inflación, muy por debajo de las proyecciones internas de 4,8 – 4,9%. Destaca, asimismo, que la inflación esperada para el período noviembre 2015 – abril de 2016 por los seguros de inflación no incorpora la fuerte depreciación cambiaria, como tampoco los efectos indexatorios.

El señor Miguel Fuentes presenta los antecedentes relevantes para esta Reunión, mencionando, en primer término, los elementos de riesgo a considerar en el panorama inflacionario y de actividad. Expresa que el primero de ellos es que las expectativas se mantienen en niveles pesimistas, lo que podría situar el gasto interno en una trayectoria menos dinámica que la del escenario base. Ello reduciría el crecimiento de la actividad y las presiones inflacionarias en el horizonte de proyección.

En segundo término, hay indicios de que la persistencia de la inflación podría ser algo mayor y los márgenes están en niveles bajos, lo que indica que la inflación se mantendría elevada.

Por último, podría haber mayores interrupciones en la volatilidad externa tras la reunión de la Reserva Federal del mes diciembre, más un incremento de la incertidumbre sobre las economías emergentes y nuevas caídas de los precios de *commodities*, que podría traducirse en una depreciación adicional del tipo de cambio. A este respecto, informa que una simulación que considera un alza del tipo de cambio hasta \$730 el día después de la reunión de ese organismo y su mantención en esos valores, da como resultado que la inflación llegaría a 5,4% en el mes de abril próximo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de expectativas empresariales y de consumidores, comenta que estas se volvieron algo menos pesimistas en octubre, aunque se mantienen en niveles bastante bajos; y que tanto consumidores como empresas se manifiestan pesimistas respecto de la evolución del empleo y la inversión.

Asimismo, hace notar que el último Informe de Percepciones de Negocios da cuenta de un deterioro de expectativas y de perspectivas de crecimiento. En este sentido, precisa que se advierte un nuevo deterioro de la percepción sobre el desempeño de los negocios en la mayoría de las regiones y sectores económicos, salvo en el caso de los rubros ligados a la construcción habitacional; que la recuperación de los negocios se ve más probable hacia el año 2018; y que la actividad crecería a tasas similares a las actuales en el bienio 2016- 2017.

Al finalizar su presentación, hace especial mención a los márgenes de las empresas al segundo trimestre del presente año. Resalta que los márgenes operacionales que se extraen de las FECU se mantienen comprimidos en términos históricos, lo mismo que el margen IPC bienes SAE/ IVUM de consumo en pesos, que permanece en niveles en torno a 80, lo que es un nivel bajo en la serie promedio 2003 - 2015 = 100.

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

El Vicepresidente señor Sebastián Claro observa que varios datos son positivos en el margen, como la inversión y la proyección de consumo; por otro lado, que el crecimiento de la actividad sería menor que lo estimado en el IPoM de septiembre incidido por el sector minero y que las encuestas de expectativas anticipan un año 2016 menos promisorio. Atendido lo expresado, consulta por la visión de la Gerencia de División Estudios respecto del impacto de estos datos en la proyección de actividad para el próximo ejercicio.

En opinión del Consejero señor Joaquín Vial, el mensaje principal de esta presentación consiste en que no se advierten cambios fundamentales respecto de lo consignado en el último IPoM.

Adelantando la discusión del próximo IPoM, manifiesta que su sensación es que si bien tenemos un escenario de riesgo de algunas variables a la baja, también comienza a advertirse un escenario algo más positivo, donde las exportaciones registran una caída menor y se consolida el crecimiento del empleo asalariado en un número mayor de sectores. Además, con un mercado del trabajo algo más sólido, la desaceleración del consumo, contemplada en nuestra proyección, podría ser menor. En consecuencia, estima que existe un escenario de riesgo positivo en términos de actividad, donde por primera vez en mucho tiempo se está corrigiendo la proyección de crecimiento al alza, aspecto que claramente debe ser considerado.

Por último, manifiesta su prevención acerca de la persistencia de la inflación y los márgenes, razón por la que plantea la conveniencia de profundizar la discusión de este tema que, en su opinión, puede cobrar importancia.

El Consejero señor Mario Marcel manifiesta que el nivel de dispersión de las expectativas es bastante grande en estos momentos. Luego, el próximo IPoM será una instancia muy importante en orden a contribuir a orientar esas expectativas, por sobre la posibilidad que pueda favorecer dicha confusión.

En su opinión, el principal mensaje que se extrae de la presentación radica en que mientras el sector minero empeora, otros aspectos podrían mejorar. Tratándose del mercado del trabajo, cree que su evolución se relaciona con una serie de formas de minimizar el impacto de las regulaciones que se le aplican. Señala que Chile tiene contratos



BANCO CENTRAL DE CHILE

de muy corta duración y mucha rotación aparente, que tiene que ver con movimientos dentro de la misma empresa, razón por la que no le resulta sorprendente que los salarios se hayan estado ajustando a la baja, mientras los niveles de empleo han permanecido relativamente altos.

Además, resalta el repunte del ahorro de los hogares y la disminución de los créditos de consumo y con ello, una acumulación de un efecto riqueza de consumo que puede tener un impacto en el futuro próximo.

Por el lado de las empresas, indica que junto con los datos de inversión no minera y no habitacional, se advierte una compresión de márgenes y aumento de créditos para el sector productivo, que si bien no anticipan mayormente un cambio de la actividad en el corto plazo, sí están asociados a aquellos aspectos que tienden a liderar una cierta recuperación de la demanda.

En consecuencia, considera que junto con incorporar la información más negativa del sector minero, es preciso tener claro los desarrollos observados en los otros sectores no mineros y reforzar los mensajes que se puedan elaborar en ese sentido.

El Consejero señor Pablo García plantea que los antecedentes presentados van configurando el diagnóstico que el Consejo deberá transmitir en el próximo IPoM. Al respecto, señala que el discurso público ha apuntado a una debilidad de la inversión, determinado por un componente autónomo de expectativas muy pesimistas, y un escenario futuro en que este componente autónomo comenzaría a disiparse.

No obstante, en su opinión se advierten algunos fenómenos que apuntarían a una disociación entre nuestro diagnóstico y la realidad, en que persisten los niveles de pesimismo, pero se advierten cambios significativos en la trayectoria de la inversión y el mercado laboral exhibe bastante resiliencia.

Manifiesta que un segundo mensaje a transmitir en el próximo IPoM dice relación con que los desarrollos futuros de nuestra economía no dependerán únicamente del pesimismo reinante, sino que de los efectos de la inminente alza de tasas por parte de la Reserva Federal sobre la región, las economías emergentes, los mercados financieros. En su opinión, este evento será clave para determinar el ritmo de crecimiento futuro de nuestra economía.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que el escenario macroeconómico ha evolucionado de acuerdo a lo consignado en el IPoM del mes de septiembre, lo que es positivo y permite mantener el mensaje que se ha transmitido en los últimos dos o tres meses sin mayores cambios.

Sin perjuicio de lo anterior, plantea la existencia de algunos matices, con algunos aspectos positivos y otros negativos. Entre estos últimos, manifiesta su especial preocupación por el aumento de la proyección de la inflación SAE a diciembre, de tres décimas desde el último Informe, como también por que la proyección de inflación acumulada en los primeros cuatro meses de 2016 alcanzaría a 1,8%, lo que equivale al 60% de nuestra meta. A su juicio, persiste un riesgo relevante en materia de inflación.

Entre las noticias positivas, destaca el último registro de PIB Resto e inversión.

En materia de expectativas, si bien se ha señalado que los actuales niveles de expectativas no se condicen con la realidad de la economía, tendría cuidado de hablar de brotes verdes, en especial, atendido que para el cuarto trimestre de este año y el primero de 2016 se esperan tasas de crecimiento inferiores a 2% en términos anuales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon recuerda que con ocasión del IPoM del mes de septiembre, la División fue criticada por su grado de optimismo. Al respecto, hace notar que las cifras conocidas desde entonces han estado más bien en línea con el escenario previsto y, de hecho, justificaron la decisión de reducir el estímulo monetario.

En todo caso, si bien los últimos datos han sido buenos, los riesgos respecto de las proyecciones internas siguen siendo más a la baja que al alza.

Al no formularse comentarios adicionales y siendo las 13:50 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la Sesión y recuerda que esta se reanuda a las 16:00 horas.

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

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de mayo de 2016 se efectuará el día martes 17 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 refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Hace presente que los datos conocidos durante el mes estuvieron, en términos generales, en línea con las proyecciones del IPoM de septiembre.

Expresa que en el exterior, la principal noticia fue el positivo dinamismo del mercado laboral en Estados Unidos de América, lo que reafirmó una visión relativamente optimista respecto de la recuperación de esa economía y aumentó significativamente la probabilidad de que la Reserva Federal inicie el retiro del estímulo monetario a fines de este año. En relación con este punto, recuerda que el escenario base del IPoM de septiembre asume que la normalización de la política monetaria de esa economía comenzará a fines de este año, que dicho proceso será gradual y que la Reserva Federal logrará llevarlo adelante sin provocar disrupciones importantes en los mercados financieros. En este sentido, señala que en la medida que no cause disrupciones relevantes en el precio de otros activos, este evento no debería generar cambios en la trayectoria propuesta para la tasa de política monetaria en Chile. No obstante, como se ha discutido en detalle en ocasiones anteriores, es evidente que esta situación no está exenta de riesgos, los que de materializarse podrían requerir acciones distintas de las planeadas y, por lo tanto, debe ser monitoreada con sumo cuidado.

En lo concerniente al plano local, indica que la actividad del tercer trimestre estuvo en línea con las proyecciones, a pesar de un desempeño de la minería por debajo de lo esperado; que el mercado laboral continúa mostrando un grado de resiliencia relevante, tanto en la creación de empleo como en la evolución de los salarios; y que la demanda agregada, salvo algunos elementos puntuales, muestra un comportamiento cauto, pero estable, de consumidores e inversionistas. Agrega que a juicio de la Gerencia de División Estudios, las condiciones locales y externas siguen siendo adecuadas para una recuperación del ritmo de crecimiento hacia niveles cercanos a su potencial durante la segunda parte de 2016.

Respecto de la evolución de los precios, consigna que a pesar de haber disminuido en el mes de octubre, la inflación anual sigue alta y se espera que fluctúe por sobre el rango de tolerancia al menos durante la primera mitad del 2016. Hace presente que detrás de la persistencia de la inflación en niveles altos están las sucesivas depreciaciones



BANCO CENTRAL DE CHILE

del peso, que no han permitido que la inflación de bienes transables retorne a niveles bajos, más cercanos a su comportamiento histórico, y, por lo demás, coherentes con una inflación externa que permanece muy baja. Asimismo, ha contribuido también que la inflación de no transables haya permanecido en niveles elevados, impulsada en parte por los efectos de segunda vuelta asociados a los altos registros de inflación pasados, por el mayor nivel de indexación de algunos componentes de esta categoría y por el hecho que las brechas de actividad, si bien negativas, permanecen acotadas, como se desprende de las diferentes medidas presentadas en esta Reunión y de la evolución del mercado laboral.

Con todo, menciona que el comportamiento de la inflación del IPC ha estado en línea con lo previsto en el mes de septiembre, aunque durante octubre hubo sorpresas en la inflación subyacente —inflación SAE— que se considera serán persistentes y han llevado a elevar el pronóstico interno de inflación para esta categoría para los próximos seis meses en algo más de 20 puntos base respecto de lo proyectado en el último IPoM.

De este modo, deja constancia que los datos ratifican el análisis presentado en dicho Informe, que indicó que la convergencia de la inflación hacia la meta requeriría eliminar parte del actual estímulo monetario. Expresa que esta conclusión ha sido adecuadamente internalizada por el mercado y que tanto las encuestas como los precios de los activos financieros muestran una evolución esperada para la tasa de política monetaria que es, en líneas generales, coherente con el análisis interno.

En este contexto, plantea que a juicio de la Gerencia de División Estudios, la opción más adecuada para esta Reunión es mantener la TPM en 3,25% con sesgo al alza. Expresa que esta opción es, por una parte, coherente con la necesidad de continuar disminuyendo el estímulo monetario de manera gradual. Por otra parte, al estar en línea con lo esperado por el promedio de los agentes de mercado, ayuda a mantener un mayor grado de predictibilidad de la política monetaria, lo que tiene valor, especialmente en un contexto donde la política monetaria se está ajustando.

Por otro lado, advierte que a pesar de que las cifras conocidas son coherentes con un escenario de recuperación gradual de la actividad durante 2016, los riesgos a la baja para la evolución de la actividad en el mediano plazo siguen vigentes, tanto por la muy lenta recuperación de los indicadores de confianza a nivel local como por el escenario de actividad global, donde si bien la situación parece estabilizarse, persisten dudas sobre el futuro de China y algunas economías emergentes de la región y respecto de posibles disrupciones asociadas al proceso de normalización de tasas de la Reserva Federal.

No obstante lo anterior, manifiesta que la Gerencia de División Estudios cree que la opción de retirar estímulo monetario con una intensidad mayor que la presupuestada, subiendo la TPM en 25 puntos base y manteniendo el sesgo al alza, no debe ser descartada de la discusión. Lo expresado, porque, por una parte, el grado de expansividad de la política monetaria en Chile es alto, lo que es evidente al comparar nuestra instancia de política en términos reales con la de otras economías similares; por otra parte, porque la inflación de no transables ha mostrado un importante grado de persistencia, lo que ha provocado que el necesario ajuste de precios relativos haya ocurrido en un contexto de mayor inflación que el previsto. En tercer lugar, atendido que en las proyecciones internas, la convergencia de la inflación está fuertemente asociada a la estabilización del tipo de cambio, fenómeno que de no ocurrir pondrá presión a la inflación no solo por sus impactos directos en el corto plazo, sino que también por los efectos de segunda vuelta que incidirían en un aumento de la persistencia de la inflación. Por último, la sorpresa observada en la inflación SAE podría no ser solo un error de proyección, sino más bien reflejo de presiones inflacionarias algo mayores.

No obstante la relevancia de estas consideraciones, señala que a juicio de la Gerencia de División todavía no hay evidencia clara que justifique una reducción del estímulo monetario mayor que lo contemplado en el IPoM de septiembre, ya que, de partida, estos



BANCO CENTRAL DE CHILE

mismos argumentos son los que justifican la disminución del impulso monetario propuesto en el IPoM y no hay evidencia clara de que se hayan intensificado en los últimos meses. Por otra parte, si bien se considera que las condiciones para una recuperación gradual de la actividad hacia fines de 2016 están presentes, es cierto que la economía ha estado creciendo bajo su potencial por un tiempo prolongado, lo que limita de manera relevante los riesgos de presiones inflacionarias en el horizonte de proyección usual. Por último, la discusión y análisis preparatorio para el IPoM de diciembre es el marco adecuado para reevaluar las implicancias de estos y otros elementos en la evolución de la inflación.

El señor Alberto Naudon manifiesta que por las razones antedichas, el *staff* considera como relevantes para la discusión de hoy tanto la opción de mantener la tasa en 3,25% como la de subirla a 3,50%, pero estima que los antecedentes presentados en esta Reunión favorecen su mantención en 3,25% y su sesgo al alza.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y no habiendo comentarios por parte del *staff*, ofrece la palabra al Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco.

El señor Alejandro Micco inicia su intervención señalando que los antecedentes conocidos para esta Reunión ratifican un ritmo de crecimiento bajo de la economía y una trayectoria descendente para la inflación.

En materia de actividad, menciona que el IMACEC estuvo algo por sobre lo esperado y que algunos indicadores sectoriales muestran algo más de dinamismo, como las importaciones de bienes de capital, que exhiben tasas de crecimiento positivas por dos meses seguidos. Agrega que el dato de inversión del tercer trimestre es promisorio; y que, por su parte, los indicadores de confianza empresarial también muestran repuntes, aun cuando siguen en terreno pesimista.

Asimismo, plantea que la inflación del mes de octubre sorprendió levemente al alza; que los salarios exhibieron un repunte, incididos por alzas en algunos sectores puntuales; y que hacia adelante, las expectativas siguen mostrando una trayectoria decreciente para la inflación, la que después de algunas oscilaciones se ubicaría en 3% en el horizonte de política del Banco.

En lo concerniente al plano externo, advierte que los escenarios de riesgo siguen presentes, ya que el precio del cobre ha vuelto a descender en un contexto donde se mantiene la preocupación por el crecimiento de China. Además, la inminente alza en la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal ha vuelto a poner presión a las monedas de los países emergentes. Así también, la materialización misma de dicha alza de tasa, prevista para el próximo mes, puede generar disrupciones en los mercados financieros con efecto no solo en los precios de los activos, sino que también en el sector real de las economías más expuestas.

Hace presente que para esta Reunión, el mercado espera mayoritariamente una mantención de la tasa de política monetaria, tal como se desprende de las distintas encuestas a los analistas.

En su opinión, la decisión de política de esta Reunión, así como el sesgo en el Comunicado, debe tener en consideración la estrategia para la política monetaria para los próximos meses.

El señor Alejandro Micco expresa que de acuerdo con estimaciones alternativas, las brechas de capacidad pudiesen ser menores que lo estimado con metodologías más tradicionales; y que ello significa que el producto potencial de la economía es menor, lo cual implica que la tasa neutral de política es más baja.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, consigna que las proyecciones de crecimiento para el próximo año se han ido corrigiendo a la baja de manera sistemática, aunque los promisorios datos del tercer trimestre podrían modificar en algo esta perspectiva para el próximo año. No obstante, lo más probable es que, el próximo año, el crecimiento de la economía sea sustantivamente menor que su potencial. Ello significa que las holguras de capacidad, lejos de cerrarse, podrían abrirse aún más; luego, es difícil pensar que en un contexto de apertura de brechas sea necesario restar impulso monetario.

Indica que el alza de la inflación en los últimos trimestres ha estado asociada, en gran medida, a la depreciación del tipo de cambio, que ha sido sustancial desde el año 2013. Al respecto, advierte sobre la existencia del riesgo de una depreciación adicional del peso en momentos en que la Reserva Federal comience a subir su tasa de política; no obstante, atendido el nivel alcanzado por el tipo de cambio real, cree difícil que se produzca una depreciación muy significativa.

Por último, resalta que las expectativas inflacionarias siguen perfectamente ancladas y que no hay riesgos evidentes de que se produzca un desanclaje.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Subsecretario de Hacienda señor Alejandro Micco y, conforme al orden de esta Sesión, da paso al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, ofreciendo, en primer término, la palabra al Consejero señor Mario Marcel.

El Consejero señor Mario Marcel inicia su intervención haciendo notar que esta es la primera Reunión de Política Monetaria en la que participa en calidad de Consejero del Banco Central de Chile, lo que le hace sentir especialmente la responsabilidad que este cargo involucra.

Expresa que en esta oportunidad, en línea con las orientaciones de política entregadas por el Consejo del Banco Central en el IPoM de septiembre, así como en función de la nueva información disponible sobre la situación de la economía chilena, su posición es la de mantener la tasa de política monetaria en 3,25%, con un sesgo a la normalización gradual dentro de los parámetros propuestos en dicho Informe, por lo que votará en este sentido.

En efecto, tal como señala la minuta de antecedentes preparada por la Gerencia de División Estudios, manifiesta que las principales variables macroeconómicas se ubicaron en el último mes dentro del escenario previsto en el IPoM de septiembre. En efecto, tanto el crecimiento del IMACEC de septiembre como la variación del IPC de octubre registraron diferencias marginales con lo proyectado por el Banco y anticipado por el mercado. Del mismo modo, aunque algunos indicadores directos y de expectativas, como el consumo de bienes durables, las importaciones de maquinaria y equipos y las expectativas en los sectores de construcción e industria, muestran algunas mejoras en el margen, estas son aún incipientes dentro de un cuadro general de demanda débil, relativo pesimismo de los agentes económicos e inflación dominada por presiones de costos provenientes del tipo de cambio.

Plantea que una revisión más sistemática de los principales factores que pueden incidir sobre la inflación en los próximos meses refuerza esta percepción.

En primer lugar, señala que cabe considerar las presiones de demanda. A este respecto, consigna que los indicadores disponibles ratifican que tanto el consumo como la inversión se mantienen en niveles deprimidos. Por otro lado, el Gobierno ha dado señales claras de un cambio en la intensidad del impulso fiscal en el año entrante, mientras que las señales provenientes de las empresas sugieren ajustes en los niveles de empleo y costos salariales durante los próximos meses. Hace notar que, afortunadamente, el impulso del



BANCO CENTRAL DE CHILE

sector inmobiliario durante 2015 asegura que los cambios tributarios y de regulaciones financieras no llevarán a un freno brusco de la actividad en la construcción en el año próximo. De esta manera, independientemente de la magnitud de la brecha de actividad, no parece que esta se vaya a reducir significativamente en el futuro próximo.

En segundo lugar, destaca el impulso del tipo de cambio. A su juicio, siendo este el principal factor que explica el aumento de la inflación durante el último año y medio, es posible que pierda fuerza en los próximos meses por dos razones. La primera, porque el tipo de cambio nominal se ha mantenido más estable durante los últimos tres meses; y la segunda, porque comienzan a surgir señales de compresión de márgenes de las empresas, como se registra en el último Informe de Percepciones de Negocios. Manifiesta que esto último sugiere que las presiones acumuladas por la devaluación de los meses anteriores están siendo absorbidas probablemente por las empresas y no se traspasarán a precios en el futuro próximo, debido a la debilidad de las ventas. Además, esto se ve reforzado por el hecho de que el alza del tipo de cambio de días recientes se origina en el fortalecimiento del dólar a nivel global más que en un debilitamiento del peso, lo que se traduce en una moderación de su impacto en una estructura de costos más diversificada en términos de monedas.

En tercer lugar, las expectativas de inflación. Pese a la diferencia de la tasa efectiva de inflación respecto de las expectativas del mercado en octubre, resalta que las expectativas inflacionarias en el horizonte de política monetaria de 24 meses se mantienen firmemente ancladas en 3%. Hace notar que ello se ve reforzado por mínimos cambios de expectativas de inflación para plazos más breves, incluyendo los próximos dos meses. A su juicio, esto es particularmente importante a la luz de la discusión sostenida hace un par de días sobre los determinantes de cambio en las expectativas de inflación a más largo plazo.

A lo anterior, agrega que el escrutinio de los mercados financieros por parte del Banco Central de Chile no entrega indicios de aumentos significativos de toma de riesgos producto de la búsqueda de rentabilidad en un escenario de tasas de interés prolongadamente bajas. En su opinión, el movimiento más notorio, correspondiente al escalamiento de precios de los bienes raíces, parece responder más bien a factores tributarios y regulatorios que a una potencial burbuja. No obstante, considera que la dinámica del sector inmobiliario debe ser monitoreada constantemente, no solo en lo que se refiere al nivel de los precios y el financiamiento al término de la cadena de este mercado, sino también en sus etapas intermedias, correspondientes al financiamiento de la construcción y el negocio inmobiliario. Acota que la gradual reducción del endeudamiento no hipotecario de los hogares y la nueva información sobre exposición cambiaria del sector corporativo atenúan el panorama de posibles riesgos financieros en el conjunto de la economía.

Finalmente, al momento de ponderar las alternativas actuales y futuras de política monetaria, manifiesta que no se puede ignorar que el próximo mes de diciembre puede registrar novedades importantes en el plano externo e interno que ayuden a perfilar el comportamiento de los mercados y de las expectativas económicas. En este sentido, indica que en el primer caso, una posible alza de la TPM de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, combinada con la respuesta a las señales de profundización y prolongación del impulso monetario en Europa, marcará el comportamiento de las principales divisas en el mundo. En el plano interno, en tanto, será importante constatar la dirección de la política fiscal tras la aprobación del presupuesto público, el comportamiento de los márgenes del sector corporativo y la atenuación o no del pesimismo por parte de consumidores y empresas. Entonces, expresa la conveniencia de esperar a incorporar esta nueva información antes de dar un próximo paso en la normalización del impulso monetario.

Atendido lo expresado, se deja constancia que el Consejero señor Mario Marcel vota por mantener la TPM en su nivel actual, con un sesgo a la normalización gradual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Consejero señor Mario Marcel y, a continuación, concede 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 han motivado una valiosa discusión *ad portas* de la elaboración del Informe de Política Monetaria del mes de diciembre.

En lo general, y al igual que el mes pasado, manifiesta compartir las consideraciones de la minuta de opciones, específicamente en cuanto a que las dos alternativas planteadas, la mantención de la TPM en 3,25% o un alza de 25 puntos base, a 3,5%, son válidas a partir de los antecedentes presentados.

Estima que el elemento central para optar por una u otra opción es el análisis relativo a si el escenario del IPoM sigue siendo válido o no. En este sentido, cree que más allá de la volatilidad de las cifras mensuales, de la actividad, la inflación, ello es así, planteando que la actividad económica continúa creciendo de manera gradual; la inflación se mantiene elevada, reflejando el efecto de la depreciación que observamos en trimestres recientes; y el mercado laboral sigue mostrando resiliencia. A su juicio, sí habría que destacar que desde el punto de vista de los componentes no mineros, tanto la actividad productiva como la inversión han tendido a mostrar un panorama algo menos apagado que el de meses y trimestres pasados.

En este contexto, y con un escenario del IPoM que tenía implícito una normalización gradual del estímulo monetario vigente, estima pertinente preguntarse si es apropiado seguir con este proceso iniciado el mes pasado o si conviene continuarlo en algún momento en meses venideros. En su opinión, ahí descansa la base del argumento para hoy día. En este sentido, expresa que el elemento que más le hace sentido para optar entre estas opciones dice relación con las implicancias comunicacionales de una u otra alternativa, ya que, específicamente, si se optara por subir la TPM en esta Reunión, habría que ser relativamente claros respecto del *timing* eventual de un alza adicional de la TPM o, más aún, respecto de la conveniencia de que ello sea necesario. Plantea que este es el tipo de aspectos estratégicos de conducción de política monetaria que se evalúan al momento de realizar las proyecciones del IPoM y que difícilmente se podrían comunicar hoy de manera simple, sin provocar confusión. Por otro lado, de mantener la TPM en su nivel actual, es posible transmitir sin ambigüedades que la normalización continuará en meses venideros, por ejemplo, con una o dos alzas adicionales, asunto que nuevamente se puede clarificar y precisar cuando calibremos nuestras proyecciones y comuniquemos nuestro Informe del mes de diciembre.

Atendido lo expresado, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual y el sesgo señalado en el Comunicado.

Por último, al igual que lo señalado el mes pasado, considera que se deberá continuar monitoreando cuidadosamente el escenario externo, dado que es ahí donde estima residen las principales posibles desviaciones de nuestro escenario de crecimiento e inflación y que pueden tener las mayores implicancias en la conducción de política monetaria en una u otra dirección.

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

El Consejero señor Joaquín Vial agradece el trabajo de la Gerencia de División Estudios, reflejado en las minutas de antecedentes y de opciones, con las que manifiesta concordar en lo esencial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa que a nivel internacional tiende a consolidarse el escenario delineado en el IPoM, con un fortalecimiento relativo de Estados Unidos de América y, en menor medida, de Europa, así como una desaceleración en los países emergentes, que en el caso de algunos países grandes, como Brasil y Rusia, se ha convertido en una recesión. Agrega que la postergación del inicio del ciclo de alzas en la tasa de interés de la Reserva Federal moderó la aversión al riesgo y las salidas de capitales desde los países emergentes, lo que podría cambiar dependiendo de la decisión y los mensajes que entregue ese organismo en su reunión del mes de diciembre.

Hace notar que quizás si el único aspecto en el que hay una desviación significativa respecto del escenario base del IPoM es el deterioro de los precios de materias primas y, en particular, el del cobre, que refleja tanto una mayor debilidad de la demanda, especialmente de países emergentes, como una mayor fortaleza del dólar. En su opinión, en la medida que estas fuerzas persistan, es probable que se retrase la recuperación de estos precios, a pesar de los recortes de producción realizados.

Indica que en el plano interno también se observa que las principales variables económicas han evolucionado en línea con el escenario base del IPoM. Plantea que la caída de la producción minera ha sido compensada por una fortaleza algo mayor de la demanda interna, que se ha reflejado en un crecimiento del PIB Resto marginalmente más alto que el estimado inicialmente. En su opinión, ello ha sido posible, al menos en parte, por la continuada fortaleza del mercado de trabajo, que ha dado soporte al consumo privado. Por otra parte, se observa por primera vez en bastante tiempo una revisión al alza de la inversión, la que va más allá de la ligada al sector inmobiliario. Llama la atención que eso ocurra sin que se observe una mejora significativa en las mediciones de expectativas.

Respecto de la inflación, señala que no hay sorpresas materiales y que ella sigue evolucionando en línea con las proyecciones, lo que de continuar se debería reflejar en un aumento de las cifras anuales en los meses que vienen.

En este contexto, concuerda con que las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son válidas. Recuerda que en el IPoM se planteó un escenario base con un retiro parcial y gradual del estímulo monetario en los trimestres venideros; luego, como el escenario subyacente se ha mantenido en términos gruesos, la decisión de si subir ahora o en las próximas reuniones es una cuestión táctica. A su juicio, dado que las expectativas de los agentes de mercado se han acercado a la visión del IPoM y, en consecuencia, esperan que la próxima alza ocurra algo más adelante, parece preferible no sorprender, ya que ello podría provocar confusión.

En razón de lo expuesto, expresa que su voto es por mantener la TPM en 3,25% en esta Reunión y un sesgo al alza en el Comunicado.

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 que la decisión de hoy se da en un contexto con desarrollos externos e internos que considera relevantes.

En el frente externo, destaca las cifras de empleo en Estados Unidos de América y la perspectiva de alza de tasa por parte de la Reserva Federal en el próximo mes de diciembre. Lo expresado, porque hasta hace pocas semanas, los mercados visualizaban una postergación de esta decisión hasta entrado el año 2016, lo que había impulsado los precios de los activos riesgosos en países emergentes, así como una apreciación de sus monedas. Ahora, en cambio, las cifras conocidas han revertido rápidamente esas tendencias y dan cuenta de un ajuste relevante en monedas y tasas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su vez, indica que esta perspectiva de normalización de tasas en Estados Unidos de América, aunque sea lenta, junto con un impulso monetario mayor en Europa, como lo ha anticipado el Presidente del Banco Central Europeo, sugieren una presión alcista al dólar. En tal sentido, estima que un elemento central que hay que monitorear de cerca en los próximos meses es el riesgo de que esta presión sobre el dólar genere cambios importantes en la trayectoria de los precios de los *commodities*, en el tipo de cambio y en las perspectivas de inflación.

En lo atinente al ámbito interno, hace presente que las cifras de inflación y actividad han estado, en lo grueso, bastante en línea con lo que se anticipó hace varios meses, en particular en el IPoM. En efecto, la inflación fue algo superior a lo esperado, pero en líneas generales es coherente con lo que se había planteado hace dos meses; y la inflación SAE, si bien ha sido algo más alta y también se espera que lo sea en los próximos trimestres, más que generar un cambio de escenario confirmaría una preocupación sobre su persistencia, particularmente en servicios, dado el contexto de un mercado laboral con limitadas muestras de holguras. Advierte que la inflación de servicios continúa dinámica, lo que debiera, en principio, mantenerse en adelante, salvo que se produjera un deterioro abrupto en el mercado laboral, cosa que no está contemplado en el escenario base.

Por otro lado, plantea que las cifras de actividad y demanda también han estado en línea con lo proyectado en el mes de septiembre, con ciertos vaivenes, por cierto, especialmente en términos de la producción minera. A este respecto, indica que los antecedentes disponibles sugieren que la proyección de crecimiento para el 2016 debiera corregirse algo a la baja respecto del IPoM anterior, pero principalmente por una corrección en la producción del sector minería. Con todo, manifiesta que las cifras en los sectores resto siguen mostrando una economía con un crecimiento acotado, en torno a 2 - 2,5%, patrón que no se debiera modificar sustancialmente en los próximos trimestres.

Estima que los antecedentes acumulados justifican una trayectoria para la política monetaria en línea con lo que se anticipó hace algunos meses, lo que significa principalmente que el impulso monetario debiera continuar hacia adelante y que se requieren ajustes graduales de la TPM en los próximos trimestres. En su opinión, ello podría traducirse en un incremento en el corto plazo en la TPM, mientras que otros movimientos adicionales podrían ser necesarios ya entrado el año 2016.

Con los antecedentes disponibles hasta ahora y la preparación del próximo IPoM, que va a permitir profundizar en ello, manifiesta no tener la impresión de que las implicancias de política monetaria en el nuevo IPoM debieran ser sustancialmente distintas de estas y, por lo tanto, cree que la decisión de hoy se enmarca, de alguna manera, en ese mismo contexto.

En su opinión, la decisión de hoy no es sobre la necesidad o no de tener que acordar un incremento adicional de la TPM, sino que básicamente del momento apropiado para ello y la coherencia en la comunicación que el Banco ha tenido con el mercado en los últimos meses. A su juicio, se podría justificar subir la tasa en esta oportunidad, ya que si bien el escenario base del IPoM del mes de septiembre se ha cumplido en lo grueso, los riesgos al alza en la inflación en el corto plazo siguen plenamente vigentes. Sin embargo, en esta ocasión, privilegia mantener una comunicación de acuerdo con lo obrado por el Banco en términos de manifestar una necesidad de aumentar gradualmente la TPM en el escenario base. De hecho, estima que un aumento en esta ocasión podría ser interpretado como una señal de aumento de tasa más agresivo que lo que pudiese ser deseable.

En mérito de lo expuesto, el Vicepresidente señor Sebastián Claro manifiesta que favorece la opción de mantener la tasa en 3,25% y el sesgo al alza.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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.

Indica que en el ámbito externo se sigue dando un escenario similar al del último IPoM, con la excepción, no menor, del precio de las materias primas. Asimismo, destaca que en el mundo avanzado, las noticias son, en general, positivas, en particular en Estados Unidos de América, lo que ha imprimido un cierto grado de optimismo. Plantea que es natural que en las próximas semanas el debate económico internacional esté dominado por la eventual alza de la tasa de política monetaria en esa economía, y que también lo es esperar que la volatilidad y la presión sobre los precios de los activos, en particular en economías emergentes, esté ligado a la divergencia de las políticas monetarias de las economías avanzadas.

En lo interno, menciona que, en lo grueso, el escenario del IPoM se mantiene, lo que nos permite mantener también nuestra trayectoria de política. No obstante, hay algunos cambios que, aunque por ahora son menores, conviene resaltar.

Por una parte, señala que la inflación subyacente ha sido algo mayor que lo esperado, lo que podría implicar una mayor persistencia en la inflación total; la inflación proyectada anual desde diciembre a abril se mantiene cerca de 5%, lo que ratifica los riesgos en esta variable; y, más aún, seguimos esperando inflaciones elevadas, particularmente a partir del mes de enero. Con todo, recalca que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección se mantienen ancladas en la meta.

Por otra parte, la actividad muestra un cambio en su composición, con un menor dinamismo en el sector recursos naturales y uno mayor en el sector resto. Expresa que ello constituye una noticia positiva en cuanto este último sector está más relacionado con elementos más endógenos y coyunturales de la economía, mientras que recursos naturales está más vinculado a factores exógenos y que también tienen mayor rezago. Agrega que la inversión, particularmente la de maquinaria y equipos, parece tomar mayor dinamismo, aunque evidentemente se requiere más información antes de sacar conclusiones más definitivas. Asimismo, las noticias sobre empleo son más positivas que las esperadas, la creación de empleo se mantiene sólida, y la tasa de desempleo baja.

A pesar de estos datos algo más auspiciosos en el margen, estima que sería prematuro aventurarse a proyectar un mejor desempeño en forma más permanente, al menos todavía. Lo expresado, atendido que las expectativas, si bien han mejorado en el margen, siguen siendo pesimistas y nuestras propias proyecciones de los trimestres que vienen —el cuarto de este año y el primero de 2016— anticipan que la actividad se mantendría débil por un tiempo todavía. Además, los riesgos en materia de crecimiento aún parecen sesgados a la baja. Acota que se debe recordar que también habrá un menor impulso fiscal.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que todos estos antecedentes lo llevan a concluir que las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios son las razonables para esta ocasión. En su opinión, subir la tasa de interés por segundo mes consecutivo es coherente con una inflación más persistente y con las mayores presiones observadas en la inflación subyacente; también con la resiliencia del mercado laboral y un PIB resto que tiene algo más de dinamismo. Asimismo, tal como el Consejo lo ha planteado en numerosas oportunidades, el estímulo monetario en Chile es elevado, de los mayores, sino el mayor entre las economías emergentes, y será necesario retirar parte de ese estímulo gradualmente. Por último, los riesgos sobre la inflación también parecen estar sesgados al alza por la persistencia que muestra, más eventuales *shocks* que pudieran afectar el tipo de cambio.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, señala que la opción de mantener se sustenta mayoritariamente en sostener la política monetaria en la senda que marcó el último IPoM, en un contexto de un escenario que, en términos gruesos, no ha cambiado mucho. También, en el convencimiento que el retiro del impulso monetario será gradual y que, con todo, prevemos que la política monetaria siga siendo expansiva por un tiempo prolongado. Asimismo, con que se espera que la brecha siga siendo negativa e incluso se expanda moderadamente en los próximos trimestres, lo que reduce la probabilidad de presiones inflacionarias por ese lado —aunque reconoce que su acotada magnitud tampoco lleva a pensar en posibles efectos desinflacionarios de magnitud producto de dicha brecha—. Por último, y lo más importante, en que proyectamos un retorno gradual a la meta de 3% en el horizonte de proyección y en que el mercado estima lo mismo. Por cierto, recalca que esto último asume un retiro gradual del actual estímulo monetario.

El Presidente señor Rodrigo Vergara estima que se acerca el momento en que será necesario dar un segundo paso en dicha reducción gradual del impulso monetario; no obstante, le parece razonable, por los motivos mencionados, posponer en forma transitoria dicho paso.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,25% anual y 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, mantener la Tasa de Política Monetaria en 3,25% anual.

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

N° 228-01-151112 - Tasa de Política Monetaria

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

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 mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25% anual.

En el escenario externo, la información más reciente confirma el mayor crecimiento de las economías desarrolladas y el menor dinamismo de las emergentes. Los datos conocidos para Estados Unidos aumentaron significativamente la probabilidad de que la primera alza de tasa de la Reserva Federal ocurra en diciembre. Pese a lo esperado de este evento, persisten los riesgos en torno a las posibles disrupciones que esto pueda provocar en los mercados. En general, los precios de las materias primas descendieron durante el mes.

En lo interno, el IPC de octubre fue algo mayor que lo previsto, con una sorpresa que se concentró en la inflación subyacente —IPCSAE—. La inflación anual del IPC se situó en 4% y la del IPCSAE en 4,8%. Las expectativas de inflación a dos años siguen en 3%. La evolución de estas variables se seguirá monitoreando con especial



BANCO CENTRAL DE CHILE

atención. Los datos conocidos del tercer trimestre indican que la actividad y la demanda evolucionaron en línea con lo previsto en el IPoM. Los índices de confianza mejoraron en el margen, aunque siguen en niveles pesimistas. La creación de empleo y el crecimiento de los salarios mantienen su dinamismo.

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

ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Subsecretario de Hacienda

MARIO MARCEL CULLELL
Consejero

JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe