



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 229 celebrada el día jueves 17 de diciembre de 2015

En Santiago de Chile, a 17 de diciembre 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 Ministro de Hacienda subrogante, 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,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Claudio Raddatz Kiefer;
Gerente de División Estadísticas,
doña Gloria Peña Tapia;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Miguel Fuentes Díaz;
Gerente de Investigación Económica,
don Diego Saravia Tamayo;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Gerente de 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° 229, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2016 se celebre el día jueves 16 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El señor Diego Gianelli inicia su intervención refiriéndose a los hechos destacados para la presente Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer lugar, señala que el escenario del Informe de Política Monetaria, IPoM, que se dará a conocer la próxima semana revela un menor impulso externo por un menor crecimiento global, una caída de los precios de *commodities* y peores condiciones financieras, en particular para las economías emergentes.

Agrega que en las economías avanzadas y China, el dinamismo estaría más vinculado al sector servicios.

En materia financiera, menciona que el Federal Open Market Committee, FOMC, elevó la tasa de interés y reforzó un mensaje de gradualidad; y que, a pesar de ello, se mantienen las tensiones con el mercado financiero y con otros bancos centrales, en especial con el Banco Central Europeo.

Por su parte, la reacción de mercado frente al alza reciente de la tasa en Estados Unidos de América sugiere que el *lift-off* habría estado internalizado, lo que contrasta con la reacción tras el anuncio del Banco Central Europeo semanas atrás, que decepcionó en materia de aumento de su programa de estímulo, generando un *sell-off*.

Tratándose de los precios de *commodities*, consigna caídas generalizadas durante el mes, entre las que destacó el descenso de 18% del precio del petróleo en un contexto de elevada volatilidad, y la caída del precio del cobre cercana a 7%.

Añade que las cifras de China muestran un grado de estabilización en el margen.

A título de último hecho destacado del mes, indica que los riesgos se intensificaron en América Latina, en un contexto de peores condiciones financieras para los precios de *commodities* y un reducido espacio fiscal y monetario para estabilizar el ciclo, particularmente en Brasil y Colombia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que entre las noticias destacadas del mes no se menciona el término del cepo cambiario en Argentina, anunciado la noche anterior, y solicita se presenten mayores antecedentes al respecto en el curso de la próxima semana.

El señor Diego Gianelli señala que, según se desprende de la conferencia de prensa del día de ayer, las reglas del juego serían similares a las que existían antes de la implantación del cepo en el año 2011, cuando operaban algunos límites para la compra de divisas. Añade que esta mañana, el mercado abrió con una cotización de 14 pesos argentinos por dólar, esto es, en torno a 1 peso inferior al dólar *blue*, lo que representa una depreciación cercana a 40%.

El señor Diego Gianelli continúa con su presentación, refiriéndose a política monetaria y mercados financieros. Indica que la Reserva Federal elevó la tasa en 25 puntos base, reforzando en su mensaje una visión de trayectoria suave hacia la tasa de largo plazo.

Agrega que la proyección de tasas de la Reserva Federal se ha ido corrigiendo a la baja en materia de su dinámica a futuro, mientras que las proyecciones del mercado, luego de la corrección posterior a junio, se han mantenido básicamente en los mismos niveles de septiembre último. Asimismo, destaca que la trayectoria de la Reserva Federal contrasta con la exhibida por los precios de activos, no así con las proyecciones de los bancos de inversión considerados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Precisa que las proyecciones de la Reserva Federal y del mercado dan cuenta de un recorte muy marginal de la inflación para el año 2016 y una reducción mínima de la tasa de desempleo. Asimismo, destaca la menor dispersión de los pronósticos en materia de tasas de referencia para el año 2016 y el largo plazo respecto de lo observado en la reunión de septiembre, aunque el nivel de la mediana de estos puntos se mantuvo inalterado.

El señor Beltrán de Ramón consulta por las causas detrás del ajuste tan menor en la proyección de inflación de la Reserva Federal para el año 2016, desde 1,7 a 1,6%, en un contexto de una caída significativa del precio del petróleo y una eventual apreciación del dólar.

El señor Diego Gianelli menciona que una posible explicación es que la proyección de inflación de dicho organismo era algo más baja que la de Consensus Forecast; luego, la corrección marginal podría ser reflejo de un ajuste de su estimación a la de mercado.

El señor Diego Gianelli retoma su exposición, indicando que las reacciones al alza de tasa en Estados Unidos de América han sido bastante acotadas, dado que el mercado ya había internalizado dicho movimiento. De hecho, la volatilidad se ha mantenido en niveles acotados; las monedas se depreciaron levemente, en especial en la Zona Euro, donde el euro había exhibido una significativa apreciación después de la reunión del Banco Central Europeo; las tasas de interés registraron caídas, con la clara excepción de Brasil, en parte por la rebaja de su calificación de deuda realizada por la agencia clasificadora de riesgo Fitch; los mercados bursátiles anotaron aumentos importantes; y se observaron presiones en los CDS.

Hace notar que en el episodio de alza de tasas del año 2004, la Reserva Federal elevó la tasa a un ritmo mayor que lo esperado por el mercado, pero la compresión de premios por plazo contuvo las tasas largas, dificultando el accionar de la Reserva Federal para elevar dichas tasas; en lo reciente, en cambio, la distancia entre los anuncios de ese organismo y las estimaciones del mercado parece ser bastante menor, en particular, en los tramos largos. Añade que en la coyuntura actual, la Reserva Federal no enfrentaría mayores dificultades para elevar las tasas largas, debido a que los premios por plazo se ubican en niveles muy bajos y a que la distancia que separa a los *dots* Fed del mercado podría dar lugar a un aumento de dichas tasas si los premios se descomprimen o el mercado comienza a incorporar expectativas más similares a las de los *dots*.

Manifiesta que el mensaje algo menos *dovish* emitido por el Banco Central Europeo en su última reunión de diciembre se tradujo en un *sell-off* importante en renta fija y variable y en una depreciación del tipo de cambio en esa región, lo que evidencia la sensibilidad de los mercados financieros a las noticias en materia de política monetaria. Hace notar que ello contrasta con una comunicación exitosa de la Reserva Federal, cuya decisión de alza de tasa no generó mayor volatilidad en los mercados.

Consigna que las presiones sobre la apreciación del dólar podrían persistir en la medida que se siga observando una divergencia importante entre las políticas monetarias de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo. Hace presente que lo antedicho tiene un correlato en los fundamentos, ya que el nivel de desempleo e inflación en la Zona Euro es coherente con una política monetaria más expansiva, no así en Estados Unidos de América.

Asimismo, destaca que varios bancos centrales han debido revertir el proceso de normalización de sus políticas monetarias. En efecto, muchos elevaron sus tasas de interés entre los años 2011 y 2012 y luego debieron recortarlas a fines del 2012, entre ellos el Banco Central de Nueva Zelanda, que lo hizo el año pasado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que dos elementos observados desde entonces deben tenerse presente. En primer término, en el año 2012, el deterioro de la situación en Europa, asociado al problema de Grecia, llevó al Banco Central Europeo a bajar la tasa rectora, arrastrando a Suecia, Australia y Noruega. Luego, Nueva Zelanda comenzó a subir su tasa a comienzos del año 2014; sin embargo, la caída en los precios de combustibles y un deterioro adicional del precio de los *commodities* lo llevó a revertir el ciclo de alzas de tasa.

Con todo, al observar las diferencias de las tasas reales de un grupo de economías respecto de sus niveles máximos post 2010, medidas con expectativas de inflación a doce meses y con la inflación *headline*, se advierten resultados mixtos; no obstante, la mayoría de los bancos centrales analizados tienen hoy políticas monetarias efectivas más expansivas que las que tenían en el punto más alto de este mini ciclo de alza de tasas.

En materia de precios de activos financieros, señala que al excluir el efecto del anuncio de la Reserva Federal del día de ayer, se observa una caída importante de los precios de activos de renta variable en el último mes, que es consistente con una recomposición de portafolios hacia activos menos riesgosos; aumentos en las paridades; movimientos mixtos en tasas —caída en la Zona Euro y alzas en las economías emergentes—; y aumentos en CDS, particularmente en América Latina, donde destacan Brasil y Colombia.

Añade que en lo que va corrido del año, el deterioro de las condiciones financieras en las economías emergentes es muy notorio, en especial en América Latina. En efecto, en los países de la región se observa una depreciación generalizada de sus monedas, un aumento de sus tasas a 10 años plazo, caídas en sus mercados bursátiles, y alzas significativas de sus CDS.

En materia de flujos de capitales, consigna que las salidas registradas durante el año desde las economías emergentes son comparables con las observadas en el episodio posterior al *taper tantrum*.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la importancia de analizar algunos indicadores agregados regionales de las economías latinoamericanas y de Asia emergente excluida China, con el fin de tener una visión más acabada de estas economías emergentes.

El señor Diego Gianelli continúa con su presentación, señalando que, en materia de actividad, las proyecciones de crecimiento global para el año 2016 se han revisado levemente a la baja desde el último IPoM, desde 3,5 a 3,4%. Destaca que la corrección es algo mayor en las economías emergentes, especialmente en América Latina, donde se espera un escenario algo más negativo y un ajuste muy relevante en Brasil, desde -0,2 a -1,6%. Acota que la proyección de crecimiento global para el año 2017 se mantiene en 3,5%.

En relación con los principales indicadores de actividad, destaca el registro positivo de empleo en Estados Unidos de América, que sorprendió positivamente al mercado y contribuyó a confirmar la acción de política de la Reserva Federal. Además, resalta que los datos de China fueron algo mejores, en especial la producción industrial, lo que da cuenta de una estabilización de las cifras de crecimiento en esa economía.

En materia de expectativas, informa que son más auspiciosas en las economías desarrolladas y para el sector servicios. En América Latina, en tanto, el sector servicios se ve bastante más dinámico que el manufacturero, a pesar de la incidencia negativa del gran deterioro del PMI servicios en Brasil.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con China, las sorpresas fueron positivas, ya que los movimientos fueron al alza o hacia caídas menos pronunciadas. No obstante, el ritmo tendencial de crecimiento continúa ajustándose a la baja y se enmarca en un contexto donde se está dando una recomposición de crecimiento desde el sector industrial hacia el de servicios, reflejado tanto en datos efectivos de actividad como en expectativas.

El Consejero señor Joaquín Vial recuerda las sospechas que pesan sobre los datos referidos al sector manufacturero de esa economía, que estarían algo sobreestimados.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que a pesar de que los datos de esa economía pueden ser cuestionados, se observa en lo más reciente un estancamiento de la inversión y una recuperación del consumo.

El señor Diego Gianelli continúa con su exposición, indicando que el precio de los *commodities* registró una caída generalizada en el último mes, en un contexto de aumento importante de la volatilidad. Hace notar que dicha caída fue particularmente significativa en el caso del gas natural, petróleo Brent, hierro y petróleo WTI, que alcanzó a 22,8%, 18,8%, 18,4% y 15,9%, respectivamente.

Expresa que el precio del cobre anotó un retroceso de 6,9%. Sus fundamentos, en cambio, no se muestran tan negativos en el margen, ya que las importaciones en volumen físico se mantienen robustas y la oferta se ajustaría a la baja. En efecto, las importaciones chinas de cobre concentrado y procesado han aumentado, en conjunto, en torno a 2,5%; los inventarios están en niveles históricamente normales; y los recortes de oferta hacia el 2016 serían levemente mayores que lo previsto.

Con todo, deja constancia que la proyección del IPoM de diciembre tiene implícito un ajuste a la baja frente a los niveles de junio y septiembre y se ubica, respecto de las contrapartes, en un terreno relativamente conservador en términos de los precios esperados para los años 2016 y 2017.

Explica que dos elementos de juicio contribuyen a validar las proyecciones que se consignarán en el próximo IPoM. En primer término, un soporte al precio dado por la curva de costos. En este sentido, precisa que el percentil 90 ha sido una referencia importante en el pasado, estimándose que un nivel en torno a US\$2 la libra es una referencia que parece razonable como soporte.

No obstante, hace presente que, históricamente, la curva de costos ha sido elástica a las depreciaciones y a las caídas en los precios de este metal, del petróleo y de la energía, que son insumos importantes para su producción.

En relación con el precio del petróleo, indica que su significativa caída se explica principalmente por inventarios que están en niveles históricamente muy elevados, de hecho, los mayores desde los años 30. Acota que de acuerdo con las proyecciones de la Agencia Internacional de Energía, se lograría un balance recién hacia fines del próximo año.

Asimismo, resalta que Irán está próximo a entrar nuevamente al mercado y que sus autoridades habrían anunciado volúmenes de producción mayores que lo anticipado por el mercado y la referida Agencia, lo que se traduciría en una sobreoferta importante en la primera mitad del 2016.

En materia de proyecciones, hace presente que el precio del petróleo se ha corregido a la baja respecto del IPoM de septiembre, hasta un punto relativamente conservador para 2016 y 2017 frente a lo anticipado por una muestra de bancos de inversión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial hace notar que la estimación del precio promedio del próximo año supone un 40% de aumento respecto del nivel actual, lo que no considera una proyección conservadora.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que los datos exhibidos pueden presentar algún grado de rezago.

El señor Diego Gianelli confirma que los datos de Consensus Forecasts presentan un rezago de un mes y medio, pero permanecen en la muestra porque constituyen la última referencia para una masa importante de analistas que contestan la misma pregunta.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes hace notar que la volatilidad del precio del petróleo ha sido muy significativa en las últimas dos semanas. En efecto, se registró una caída en el precio *spot* de entre 12 y 14% en la última semana; los futuros para el año 2016 también han caído; a lo que se suma que los reportes de analistas incluidos en el seguimiento han ajustado el precio para el 2016, pero en una magnitud bastante menor que la curva de futuros. Expresa que lo antedicho da cuenta del grado de incertidumbre en el corto plazo, que ha llevado a que, en el escenario central, no se esté validando completamente la caída del petróleo de los últimos días.

Con respecto al precio de alimentos FAO, el señor Gianelli informa que anotó una nueva caída en noviembre —luego del alza importante del mes de octubre— y que las proyecciones se han ajustado levemente a la baja.

Con todo, comenta que la inflación se estabilizaría en niveles bajos en las economías avanzadas y Asia emergente, aunque ello dependerá de qué tan permanente sea la caída reciente del precio de los combustibles. En América Latina, en cambio, seguirá acelerándose, debido, en gran medida, a la inflación en Brasil, que ya supera el 10%.

En cuanto a la visión para América Latina, consigna que los datos efectivos de actividad de Brasil fueron muy negativos, registrando una caída de 4,5% en el tercer trimestre del año, más profunda que lo anticipado por el mercado. Agrega que salvo el caso de las exportaciones, que exhibieron un crecimiento bajo y se desaceleraron, el resto de los componentes de demanda y oferta anotaron tasas negativas importantes.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita se revisen las cifras de crecimiento de Brasil, debido a que la proyección anual consignada en el IPoM, de una caída de 3%, no le parece consistente con las cifras trimestrales. En su opinión, la caída sería mayor.

El Consejero señor Pablo García manifiesta su desconcierto por la situación de Brasil, en cuanto a los factores que pueden estar detrás de una recesión de tal magnitud. Conforme a los datos expuestos, descarta una política fiscal muy contractiva, un posible *credit crunch* externo y una política monetaria muy restrictiva, no así un *shock* financiero doméstico y un fenómeno de expectativas a un *shock* autónomo, pero que, a su juicio, difícilmente tendrían efectos macro tan relevantes como los que se observan en la actualidad.

En opinión del Presidente señor Rodrigo Vergara, la situación actual de Brasil responde a una combinación de los factores antedichos.

El señor Alberto Naudon se suma a lo expresado por el Presidente señor Rodrigo Vergara, haciendo notar que Brasil nunca había registrado dos años consecutivos de crecimiento negativo. Señala que su impresión es que hasta el año 2011, esa economía venía creciendo a un ritmo mayor que su real capacidad, lo que se reflejaba particularmente en las cifras del mercado del trabajo, que nunca se ajustó. Ahora, en cambio, el desempleo ha



BANCO CENTRAL DE CHILE

aumentado de manera rápida y fuerte, los salarios reales han caído afectando el consumo en forma importante, a lo que se agrega una perspectiva muy negativa del futuro que ha provocado una fuerte contracción en la inversión. Sin embargo, dichos elementos tampoco le parecen suficientes para explicar la magnitud de la recesión de esa economía.

El Consejero señor Mario Marcel indica que el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social, BNDES, y la banca pública, que fueron sumamente expansivos en el período anterior, están mostrando índices de morosidad que aumentan con fuerza, muy superiores a los exhibidos por la banca privada, que podrían estar originando frenazos muy significativos.

El señor Alberto Naudon reitera que no es habitual tener recesiones de esta intensidad y duración que no estén acompañadas de una crisis financiera, agregando el Consejero señor Joaquín Vial que una alternativa posible es que el sector público esté en quiebra.

El señor Diego Gianelli retoma su presentación, mencionando que varias economías latinoamericanas habrían acumulado desbalances y que, en general, existe poco espacio fiscal y monetario para suavizar el ciclo adverso.

Destaca que en términos de cuenta corriente, Colombia registra mayor fragilidad; que en materia fiscal, el mayor deterioro lo exhibe Brasil; y que desde el año 2012, todas las economías de la región, excepto México, muestran un deterioro en materia fiscal e inflacionaria.

En relación con las expectativas de inflación promedio para el año 2016 y 2017, informa que los resultados de las encuestas Bloomberg dan cuenta de que, salvo Perú, las demás economías se ubicarían dentro de sus intervalos de confianza hacia el final del horizonte, pero con un episodio de inflación elevada que se trasladaría hacia el año 2016.

En materia financiera, se observa un aumento adicional de los premios por riesgo, en especial en Brasil, cuyo EMBI supera los 400 puntos base. Además, las tasas *high yield* de empresas americanas exhiben un aumento atribuible a mayores premios por riesgo, debido a que estas empresas están muy relacionadas con el sector energético y, por tanto, han tenido una dinámica similar a la mostrada por algunas economías de la región, en particular Brasil y Colombia. Por su parte, los *spreads* de las empresas con una calificación similar a la de Chile -AA- no han exhibido grandes aumentos en lo más reciente. Acota que se han registrado fuertes salidas de capitales de la región, que se han concentrado en renta fija.

Al finalizar su exposición, el señor Diego Gianelli menciona que el mercado anticipa un ciclo de alza de tasas de política monetaria, TPM, en América Latina, que sería relativamente poco profundo. En efecto, hacia septiembre de 2016, se estima un aumento en torno a 50 puntos base en Chile; alzas en el corto plazo y recortes más cerca de ese horizonte en Colombia; aumentos en torno a 100 puntos base en México y en torno a 50 puntos base en Perú. Deja constancia que estas expectativas son recogidas por Bloomberg y un conjunto de bancos de inversión a los que se realiza un seguimiento más detallado.

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

El Consejero señor Sebastián Claro alude al mensaje entregado por la Reserva Federal al comunicar el alza de su tasa rectora, indicando que, en su opinión, es bastante positivo, cauto y coherente con lo expresado en el mes de septiembre. Asimismo, destaca la convicción que transmitió su Presidenta señora Janet Yellen, un elemento que los mercados habrían recibido de buena manera.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En segundo lugar, hace mención a la moneda china, manifestando que las autoridades de ese país difícilmente permitirán que registre una depreciación abrupta de 3 o 4%. No obstante, muchos analistas sugieren, y los datos de los últimos 10 o 15 días así lo demuestran, que se está avanzando en una depreciación gradual y secular del renminbi, que no sería raro que continúe.

Además, hace notar la importancia del renminbi como determinante a seguir respecto del dólar multilateral y los posibles efectos de su depreciación sobre los *commodities*.

El Consejero señor Mario Marcel acota que la convicción con que se transmite una decisión de política es factible de medir revisando las votaciones. Expresa que la gran diferencia entre la decisión adoptada por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo radica en que la primera fue por unanimidad, mientras que la del Banco Central Europeo fue muy dividida.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Miguel Fuentes da inicio a su presentación, mencionando los aspectos destacados del escenario interno. Señala que el escenario del IPoM del mes de diciembre considera para el año 2016 un ajuste a la baja en el crecimiento de la actividad, desde 2,8 a 2,4%, como también en la demanda interna y PIB resto.

Agrega que para la primera parte de 2016 se espera una inflación mayor, explicada por una acumulación de puntos base y registros más altos de inflación SAE hacia fines del presente año.

Precisa que desde la Reunión previa, la inflación ha estado bastante en línea con lo contemplado en el IPoM del mes de septiembre, mientras que el componente SAE servicios ha acumulado sorpresas positivas relevantes, del orden de 0,3 puntos porcentuales.

Por su parte, los precios internacionales de combustibles han descendido, corrigiendo a la baja la inflación hacia fines del año 2016.

Asimismo, comenta que el tipo de cambio se ha depreciado desde la RPM previa, en línea con un menor precio del cobre y la fortaleza global del dólar; y que el mercado laboral se ha mantenido resiliente desde hace varios meses.

En cuanto a la inversión, señala que en los últimos meses del año ha crecido por sobre lo proyectado en el último IPoM atendidos factores de carácter transitorio.

En materia de expectativas, expresa que las de empresarios y consumidores continúan en niveles pesimistas, similares a los del último IPoM.

Añade que luego del alza de la TPM acordada en la Reunión del mes de octubre, las condiciones financieras se han mantenido favorables en términos de su promedio histórico y de niveles.

A título de última noticia destacada del mes, menciona que el Congreso aprobó la Ley de Presupuesto del año 2016, en línea con la propuesta del Ejecutivo, reafirmando el escenario base de proyecciones internas. Asimismo, aprobó el reajuste de remuneraciones del sector público, de 4,1% anual, menor que el de años previos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes continúa con su presentación, indicando que la inflación total acumulada a noviembre está en línea con la proyectada en el último IPoM y que la inflación en doce meses es marginalmente menor que lo anticipado entonces, pero con diferencias relevantes en su composición. En particular, se observa una mayor contribución de la inflación SAE, cuya incidencia crece desde 4,5 a 4,66% en términos anuales y se explica fundamentalmente por el componente servicios, que no se desaceleró, como se esperaba en el IPoM previo. Añade que este permanecería en niveles más altos que lo contemplado en dicho Informe, en un contexto de bajo desempleo desde una perspectiva histórica y de crecimiento de los salarios por sobre su promedio.

A este respecto, hace notar que la inflación SAE servicios exhibe un aumento desde el año 2014, que se ha mantenido en torno a 5% desde entonces. Asimismo, ha sido inferior a 4% cuando la tasa de desempleo ha bordeado el 10%, escenario que difiere de las estimaciones de tasas de desempleo hacia fines del 2016, que se ubican entre 7 y 7,5%.

El señor Alberto Naudon aclara que es difícil comparar una tasa de desempleo de 10% de comienzos de los años 2000 con una de igual magnitud de ahora, debido a que hubo cambios en la encuesta de empleo y también cambios demográficos en la población. En todo caso, aplicadas estas correcciones y considerando que las estimaciones internas indicarían una caída de la tasa NAIRU de entre 0,4 y 0,5 puntos porcentuales, la tasa de desempleo sigue siendo más baja en términos relativos, lo que estaría asociado, en parte, a la persistencia de la inflación SAE en niveles altos.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación, señalando que la inflación SAE bienes exhibe sorpresas negativas en algunos ítems en particular. No obstante, el cuadro general la ubica en niveles históricamente altos, debido a la depreciación persistente del tipo de cambio nominal, que promedia 15% anual desde el 2013 y que se ha traducido en márgenes bastante pequeños para las empresas.

Tratándose del tipo de cambio, informa que se ha depreciado \$11 desde la RPM previa, esto es, alrededor de 1,5%; y que la proyección de corto plazo contempla valores en torno a \$708, levemente inferiores al cierre estadístico de la presente Reunión. Por su parte, el tipo de cambio real spot se ubica en torno a 100,3; se ha depreciado respecto de las monedas de economías avanzadas y exportadores; y se ha apreciado frente a las latinoamericanas y emergentes.

Respecto del mercado laboral, si bien destaca su resiliencia, se espera un deterioro para el año 2016, explicado fundamentalmente por el empleo asalariado, que crecería en torno a 0,7 puntos menos, en línea con el bajo crecimiento del PIB Resto. Asimismo, habría un leve efecto compensatorio proveniente del empleo por cuenta propia, que este año ha registrado un crecimiento muy bajo respecto de su promedio histórico. Con todo, se espera que la tasa de desempleo alcance valores cercanos a 7,5% hacia fines del 2016.

Por su parte, los salarios nominales reducirían su crecimiento promedio desde 7% a valores en torno a 6%, en un contexto en que la inflación permanecerá en torno a 4,5%, contribuyendo a elevar el nivel de los salarios a través de las cláusulas usuales de indexación, y donde el desempleo, si bien aumenta, se ubicaría bajo la NAIRU en condiciones de brechas relativamente acotadas. Agrega que el reciente reajuste de remuneraciones del sector público podría llevar a un crecimiento de los salarios a niveles bajo 6% en el año 2016.

En materia de expectativas de empleo, informa que su deterioro se ha acentuado en lo reciente, lo que implica un riesgo a la baja para nuestra proyección. Por su parte, el consumo privado exhibiría un crecimiento mayor en 2016, pero inferior a lo estimado en septiembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Mario Marcel solicite se precise la razón por la que el reajuste de salarios del sector público, que es conocido y fue menor que lo previsto, se incorpora como una hipótesis, no así como un dato.

El señor Alberto Naudon explica que aún no se cuenta con un modelo adecuado que capture su efecto. Agrega que, en esta ocasión, los modelos actuales arrojaron una incidencia del orden de 0,2 a 0,4 décimas de menor crecimiento de los salarios.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su presentación, indicando que la tasa de desempleo se ha mantenido baja y que el crecimiento del empleo asalariado ha sido mayor que lo que sugiere el crecimiento del PIB, dando cuenta de un mercado laboral resiliente. No obstante, se espera que durante el 2016 crezca un punto porcentual menos que este año.

Añade que esta visión sobre el mercado laboral y la recuperación de las expectativas sustentan un aumento del crecimiento del consumo desde 2,2% en 2015 a 2,7% en 2016, cifra que, en todo caso, es algo menor que la consignada en el IPoM de septiembre.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa la conveniencia de agregar un seguimiento a los indicadores de masa salarial, en particular a las desviaciones efectivas respecto de la proyección anterior, con el fin de conocer con anticipación el sentido y magnitud de las eventuales desviaciones.

El señor Alberto Naudon advierte que las mayores desviaciones se han dado en el consumo, que ha crecido bastante menos que la masa salarial y es la única variable que ha seguido las expectativas. Luego, en la medida que estas se recuperen, tal como está consignado en el escenario de proyección, el consumo también lo hará y registrará tasas de crecimiento mayores que en el presente ejercicio.

El Consejero señor Joaquín Vial reitera que su interés son las desviaciones respecto de la proyección de la masa salarial, en especial, porque los modelos no están bien probados.

El señor Miguel Fuentes retoma su exposición y hace notar que el consumo no ha exhibido sorpresas relevantes, que su tasa de crecimiento habitual bordea el 2% y aumentaría moderadamente su ritmo de expansión en un escenario de recuperación de expectativas.

Con respecto a la inversión, resalta su aceleración a fines del 2015, por sobre lo anticipado. Precisa que el mayor impulso provino de la edificación habitacional y de la internación de "otro material de transporte", que corresponde al ítem aviones. No obstante, ambos elementos tenderían a suavizarse el próximo año. En efecto, las ventas de viviendas tendrían mayor impacto en el trimestre actual y en el siguiente, y las importaciones de capital no aviones mostrarían un dinamismo bastante acotado en el margen y sin mayor impulso hacia el próximo año. Además, el precio del cobre sería menor que lo estimado en el último IPoM, atendidas las condiciones externas.

El Consejero señor Mario Marcel plantea la conveniencia de incorporar, de manera sistemática, cifras relativas a inversión pública, atendida su magnitud y variación interanual.

El señor Alberto Naudon aclara que en esta sección de la presentación se incluyen las noticias destacadas del mes, y que en esta oportunidad no hubo cambios relevantes en materia inversión pública, más allá de lo que se expondrá sobre gasto fiscal más avanzada la presentación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Miguel Fuentes acota que las cifras de la Dirección de Presupuestos, DIPRES, conocidas durante el mes de octubre, confirmaron el escenario base de proyecciones para el año 2015, que considera un crecimiento de la inversión pública más cercano a 14% real que al 22% consignado en Informes anteriores.

El Consejero señor Mario Marcel manifiesta que lo antedicho es una noticia importante, y que en ocasiones anteriores ha cambiado la estacionalidad del gasto. Luego, es preciso considerar estos hechos en los escenarios de corto y mediano plazo.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación, mencionando que los indicadores de edificación se han estabilizado en el margen, aunque algunos muestran caídas. Hace notar que este panorama es coherente con el escenario base del IPoM, que contempla una inversión en construcción en el año 2016 inferior a la del presente ejercicio, que ha estado impulsada en el margen por factores de carácter transitorio.

El Consejero señor Joaquín Vial hace notar la significativa diferencia que se observa entre los indicadores de hormigón y de cemento, lo que sugiere mayores importaciones de cemento. En su opinión, este último indicador dejó ser informativo mucho tiempo atrás.

El señor Alberto Naudon explica que estos datos se incorporan en el cálculo del indicador sintético, que corresponde al dato oficial. El señor Miguel Fuentes agrega que es un determinante de la proyección y del dato de corto plazo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita se revise el indicador sintético.

A este respecto, el señor Alberto Naudon comenta que, a juicio de personeros de la Cámara Chilena de Construcción, el Banco Central estaría sobreestimando el crecimiento de esa industria, lo que abre un cuestionamiento acerca de las implicancias macroeconómicas de esta cifra; de hecho, esa entidad proyecta un crecimiento de -0,5% del sector construcción este año, muy inferior al 3% proyectado internamente.

El señor Miguel Fuentes prosigue con su exposición, señalando que la correlación entre las ventas de viviendas en proceso de construcción y el indicador sintético de edificación habitacional tiende a ser bastante contemporánea. En consecuencia, el impulso registrado por estas ventas en el tercer trimestre no se traduciría en mayor actividad en el 2016. Agrega que los personeros de la Cámara Chilena de la Construcción manifestaron compartir dicho juicio, basados en información obtenida de sus asociados, en cuanto a que el dinamismo observado este año decaería hacia el próximo en lo que a edificación habitacional se refiere.

En lo que respecta a la inversión en maquinaria y equipos, anticipa que la internación de aviones del mes de diciembre sería del orden de US\$400 millones e impulsaría el registro de importaciones de bienes de capital. No obstante, al descontar dicha cifra, no se advierte una recuperación sostenida de dicha variable, lo que es coherente con otros indicadores de corto plazo, como las importaciones reales de bienes de capital y el IPSA, que tampoco anticipan una rápida recuperación. De hecho, precisa que para el año 2016 se espera que la inversión en maquinaria y equipo crezca en torno a 1,5%.

Por otra parte, manifiesta que las expectativas de empresarios y consumidores no han repuntado desde el IPoM anterior, y se mantienen en niveles bajo su promedio histórico. Es más, las expectativas empresariales han mostrado un deterioro mayor que el exhibido por los datos. En efecto, el IMACEC Resto ha crecido en torno a 2 – 2,5% durante el último trimestre, mientras que los niveles de expectativas son coherentes con tasas de crecimiento similares a las registradas en el año 2009, esto es, en torno a 1%. En contraste,



BANCO CENTRAL DE CHILE

el menor dinamismo del consumo privado, que durante el año ha sido menor que el crecimiento de la masa salarial, ha sido coherente con la trayectoria de expectativas más pesimistas. El consumo de bienes durables, en cambio, ha repuntado en el margen, en línea con expectativas algo menos pesimistas que se derivan de la pregunta del IPEC relativa a si se considera que es un buen o mal momento para adquirir artículos para el hogar.

En lo concerniente a política fiscal, indica que el nivel de gasto fiscal comprometido por el Ministerio de Hacienda para el año 2016 es muy similar al gasto compatible con la meta de crecimiento promedio de 8% nominal anual, que corresponde a la cifra incorporada en nuestros modelos.

Hace presente que el gasto real coherente con este crecimiento nominal de 8% considera una consolidación fiscal que tiene un efecto total en el PIB Resto de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales en el crecimiento del año 2016, debido a efectos de composición —gastos versus transferencias— y a una menor inversión pública.

Con todo, consigna que las implicancias para la TPM son del orden de 10 puntos base menos en algunos horizontes, considerando el IPoM de septiembre.

Añade que un menor precio del cobre de largo plazo —de US\$2,7 la libra— reduciría el crecimiento real promedio del gasto público del período 2016-2018 desde 4,6 a 4,2%, y tendría un impacto moderado en la actividad.

Por otra parte, comenta que en el escenario base se estima un crecimiento de los salarios del sector público en torno a 6% para el próximo año, que resulta de una combinación de los siguientes tres factores. En primer término, considera el último reajuste de salarios de la administración pública, de 4,1%, dos puntos porcentuales menor que el promedio histórico; en segundo lugar, incorpora el reajuste extraordinario del salario mínimo de 3,7%, correspondiente a la segunda cuota comprometida, que se materializará en el mes de enero y que opera en sentido contrario; y, por último, incluye un esfuerzo adicional del sector público, que se traduciría en un reajuste del salario mínimo de 5% y de los salarios de la administración pública en torno a 4%.

Manifiesta que la sumatoria de estos efectos, dadas las ponderaciones totales, restaría en torno a 0,2 – 0,4 puntos porcentuales de crecimiento a los salarios nominales en 2016 respecto de la proyección contemplada en el escenario base.

En cuanto a la evolución de la inflación servicios SAE desde el año 2011 a la fecha, indica que esta variable ha tenido un aumento relativamente tendencial desde 4 a 5% en los últimos cinco años, en un contexto en que los salarios nominales han crecido entre 6 y 7,5%. Asimismo, se aprecian dos ciclos de aceleración y desaceleración en el crecimiento de los salarios nominales, que muestran poca correlación con la inflación SAE; por tanto, se estima que la incidencia de un crecimiento de salarios cuatro décimas menor en 2016 tendría un impacto marginal en la trayectoria de dicha inflación.

El Consejero señor Pablo García enfatiza la necesidad de mantener la coherencia a lo largo de la presentación. Lo expresado, atendido que en la lámina N°52 se señala que la “inflación de servicios SAE se ha mantenido alta en un contexto de desempleo bajo y crecimiento de salarios por sobre su promedio”, y se presenta un gráfico que, a primera vista, sugiere de manera clara y nítida una relación entre la inflación de servicios SAE y el costo de mano de obra; mientras que en la lámina N°74 se trunca la serie, suprimiéndose el período 2001-2010, y se indica que no hay vinculación entre ambas variables.

El señor Alberto Naudon reconoce una mala comunicación. Aclara que hay una relación entre los salarios y la inflación, pero que en lo más reciente los movimientos más cíclicos de los salarios no se han traspasado de manera rápida a la inflación servicios SAE.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial propone realizar un ejercicio que mida el impacto del reajuste de salarios en los distintos componentes de la inflación servicios SAE, atendida su naturaleza diversa, que incluye desde servicio doméstico hasta mercados financieros, pasando por educación, salud y servicios de gobierno. De hecho, plantea que el impacto del reajuste debe ser bastante más directo en estos últimos tres casos.

El Presidente señor Rodrigo Vergara acoge la sugerencia planteada por el Consejero señor Joaquín Vial y solicita que se exponga sobre el impacto del reajuste de salarios en los distintos componentes de la inflación servicios SAE en una próxima Sesión de Pre Consejo o en una Reunión de Coyuntura.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro sugiere no sobredimensionar el impacto, toda vez que el impacto del reajuste del sector público está sujeto a bastante incertidumbre. Además, en aquellos casos en que este ha sido mayor que el del sector privado, su incidencia estadística ha sido poco significativa.

El señor Alberto Naudon concuerda con lo antedicho, y anticipa la dificultad de hacer una conexión directa entre el reajuste de algún salario en particular y su traspaso a inflación SAE servicios. Sin embargo, ello no quiere decir que no sea relevante, debido a que ambas series —inflación servicios SAE y costo de mano de obra— no pueden divergir indefinidamente, toda vez que los salarios son un componente importante de los costos. Por esta razón, los ejercicios internos aplican una lógica más de co-integración que de traspaso rápido de salarios a precios.

El Consejero señor Mario Marcel señala que no existe claridad respecto de las variables que inciden en la inflación servicios SAE. En efecto, si bien se ha sostenido que los salarios tienen impacto, pero que actúan con rezago, y que capturan parte de los efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaria, su impresión es que el foco del análisis está puesto en una variable de la cual se sabe relativamente poco para determinar el lugar que ocupa dentro de las proyecciones internas.

El Consejero señor Pablo García comparte lo expresado por el Consejero señor Mario Marcel. Hace referencia a las discusiones sostenidas hace más de un año, en las que era claro que el comportamiento de la inflación bienes SAE estaba explicado por la depreciación cambiaria y la inflación servicios SAE por cláusulas de indexación. No obstante, luego tuvo lugar la discusión relativa al efecto del reajuste del sector público sobre los salarios de servicios, que se estimó en alrededor de la mitad de lo que era el componente de indexación y tres veces superior al ajuste del componente salario mínimo, impacto que parecía ser materialmente bastante significativo, pero cuyo análisis reciente daría cuenta de que su importancia es menor.

Por tanto, no le queda claro si ello es aplicable para todo *shock* que afecte a la inflación de salarios y su eventual efecto en los servicios, o se aplica solamente para este *shock* en particular por alguna razón que desconoce.

En definitiva, manifiesta que se transitó desde una visión relativamente clara sobre la formación del proceso inflacionario a un enfoque que introduce incertidumbre al respecto, consultando por la relación entre ambas miradas.

El señor Alberto Naudon señala que se ha podido capturar el efecto directo, medido a través de la encuesta de administración pública que se aplica a alrededor de un millón personas; en tanto que el efecto de señal hacia otros salarios no ha podido identificarse empíricamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto de la inflación servicios SAE, indica que permanece alta en un contexto de holguras acotadas y de alta indexación, lo que es coherente con salarios que crecen de manera importante. Añade que la causalidad entre salarios e inflación es difícil de determinar, porque los salarios crecen conforme la inflación aumenta.

Aclara que no es que se haya identificado un *shock* exógeno a los salarios que esté causando la inflación, sino que todo el proceso de salarios altamente indexados se traspasa a inflación hacia adelante. En ese sentido, cuando los salarios crecen significativamente, ello generará persistencia e incidirá en la inflación de servicios.

Añade que se intentó constatar si el efecto de un *shock* exógeno en los salarios puede generar cambios rápidos en la inflación SAE, con resultados negativos, ya que los efectos comienzan a ser relevantes en la medida que tenemos alta inflación, indexación de los salarios, salarios que afectan la inflación servicios y con ello, inflación SAE elevada.

Por último, menciona que no habría espacio para una corrección rápida de la inflación servicios, a menos que se registre un aumento importante en el desempleo. Reitera que la inflación SAE servicios seguirá siendo relativamente persistente y que se irá acotando lentamente.

El señor Miguel Fuentes retoma su presentación y señala que la inflación acumulada entre los meses de noviembre de 2015 y abril de 2016 sería levemente inferior a lo proyectado en la Reunión previa. Lo anterior, explicado por una menor inflación de combustibles, que será compensada parcialmente por un impacto mayor del tipo de cambio nominal sobre la inflación de bienes.

Anticipa que el año 2015 cerraría con una inflación de 4,5%, una décima menor que lo estimado en el IPoM del mes de septiembre, en tanto que el IPC del mes de diciembre alcanzaría a 0,11%, en línea con lo anticipado por el mercado.

Por su parte, la inflación SAE se ubicaría en torno a 4,8% al término del año, tres décimas mayor que lo proyectado en septiembre, que se atribuyen a una mayor inflación de servicios. Además, se espera que la inflación SAE presente una mayor velocidad en la partida del año 2016, pero disminuye hacia el año 2017 y es menor que la contemplada en el IPoM previo.

En materia de actividad y demanda, informa que al término del año la demanda interna y final exhibirían una tasa de crecimiento mayor que lo proyectado en la Reunión previa, debido a que el componente maquinaria y equipos sería menos negativo que lo esperado y a un mayor consumo privado durable.

Hace presente que respecto de la segunda reunión preparatoria del IPoM, el crecimiento esperado de la inversión para el año 2015 se corrige desde 1,1 a 0,7% atendida nueva información de cuentas nacionales del mes de diciembre y una revaluación del valor de los aviones que se internarían en la última parte del año. Sin perjuicio de ello, se mantiene la visión sobre la inversión futura.

Asimismo, informa que el PIB resto terminaría el año con un crecimiento de 2,1%, que es coherente con un IMACEC que fluctuará en el corto plazo y que se ubicará algo por sobre 2% en noviembre y por debajo de 2% en diciembre. Acota que dicha proyección se mantendría incluso con un crecimiento del PIB en torno a 1,7% en el cuarto trimestre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Consigna que la velocidad de salida de la economía será más lenta que la contemplada en el último IPoM. En efecto, la velocidad del PIB resto sería de alrededor de 0,2% hacia el cuarto trimestre en su medición trimestre a trimestre desestacionalizada, en línea con datos más negativos del mes de octubre. Añade que el año 2016 partiría con una velocidad de 0,7%, menor que el 1% consignado en el IPoM previo.

En relación con la cuenta corriente, hace notar que el déficit sería de 1,7%, superior al 0,7% anticipado en el mes de septiembre, y se explica por términos de intercambio menos favorables y menor demanda externa.

Por su parte, la medición de la cuenta corriente a nuevos precios de tendencia sigue indicando déficits externos acotados. En efecto, los nuevos precios propuestos —US\$2,70 la libra de cobre y US\$70 el barril de petróleo— mantendrían el déficit externo acotado en torno a 2,4 y 2,6% para el año 2015 y 2016, respectivamente, y en 2,1% hacia el 2017. Además, no se advierten ajustes importantes en gastos en el año 2016, dada la caída de los términos de intercambio que se están reconociendo.

Deja constancia que la estimación del precio del petróleo, de US\$70 el barril en el largo plazo, se encuentra dentro del rango de las estimaciones de analistas; y que los futuros para los próximos cinco años están en línea con dicho valor para el WTI, lo que supone una recuperación importante en los próximos diez años.

En lo que respecta al precio del cobre de largo plazo, señala que la estimación en torno a US\$2,70 la libra asume una demanda que crecería alrededor de 3% en los próximos diez años, menor que al incremento de 4,4% registrado en los diez años anteriores, excluida la crisis. Además, la producción minera crecería entre 2 y 2,5% anual, similar al promedio del período 2002-2012. Deja constancia que fue excluida la producción minera del período 2013-2015, porque introduce un sesgo al alza y porque se estima que el valor de los diez años anteriores es más representativo que una tendencia de mediano plazo. Añade que otro supuesto detrás de dicha estimación es una depreciación del tipo de cambio real de Estados Unidos de América hacia su promedio histórico.

En lo concerniente a la tasa de política monetaria, consigna que la trayectoria consignada en el IPoM de diciembre está en línea con la de mercado. Asimismo, que se han evaluado dos riesgos relevantes para el escenario base de proyecciones con implicancias distintas para la trayectoria de la TPM. En primer término, un riesgo proveniente del escenario externo, por premios por plazos que se descomprimen más allá de lo proyectado en el escenario base. En segundo lugar, un riesgo proveniente del escenario interno, dado por expectativas que no repuntan y por un consumo privado e inversión que crecen menos que lo contemplado en el escenario base. Hace notar que este riesgo es relevante atendida la persistencia de las expectativas en terreno pesimista y la postergación de su recuperación.

Indica que el riesgo interno de una demanda menos dinámica se traduciría en un menor crecimiento del PIB en 2016, en un contexto en que el consumo no repunta, el mercado laboral sufre un deterioro y exhibe tasas de desempleo en torno a 8 – 9% a fines del próximo año, y los salarios se desaceleran entre 4 y 5%.

Hace presente que, en conjunto, el ajuste en el consumo y la inversión restarían 0,5% de crecimiento en el año 2016, y con ello, la TPM se mantendría en 3,5% por un tiempo prolongado para asegurar la convergencia de la inflación.

Por último, señala que la tensión entre la Reserva Federal y el mercado podría resolverse con una descompresión de premios por plazo de 100 puntos base, aproximadamente, lo que tendría efectos en nuestra economía. En efecto, dicha descompresión se traspasaría al mercado financiero local, lo que sumado a la caída del precio del cobre y peores condiciones externas generaría un efecto negativo sobre la



BANCO CENTRAL DE CHILE

demanda interna, reduciendo el crecimiento en 0,3% en el 2016. Además, la inflación aumentaría 0,7% el próximo año debido a una fuerte depreciación del tipo de cambio, lo que requeriría de una tasa de política monetaria algo mayor que la contemplada en el escenario base para lograr su convergencia en el horizonte de política.

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 Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón hace notar la diferencia entre nuestra proyección de inflación y la de mercado para el año 2016, de 3,8 y 3,35%, respectivamente, y consulta la opinión de la Gerencia de División Estudios sobre esta diferencia y si habría algún factor que podría indicar que el diagnóstico interno está errado.

El señor Alberto Naudon plantea que dicha diferencia se sustenta en dos elementos. En primer término, menciona que la diferencia estaría concentrada en la primera parte del año por razones que son difíciles de conocer, y que la proyección interna se reafirma en los siguientes elementos. Primeramente, si se descuenta el efecto del impuesto de timbres y estampillas durante los primeros seis meses del 2016, la inflación resultaría similar a la del año 2015, debido a que la depreciación del peso y holguras de capacidad serían parecidas en ambos ejercicios. Agrega que la diferencia respecto del año 2015 podría explicarse por las cláusulas de indexación y una depreciación adicional del peso que presiona la inflación al alza, pero que serían compensadas por la caída del precio del petróleo.

Enfatiza que si bien los elementos que podrían explicar esta diferencia no se advierten con nitidez, manifiesta su plena convicción en cuanto a que la proyección interna es la mejor aproximación disponible.

En segundo término, reconoce que no es la primera vez que nuestras proyecciones difieren y son mayores que las del mercado. En su opinión, el escenario de riesgo local, que contempla ajustes que podrían llevar a la economía a crecer algo por debajo de 2%, podría explicar nuestros errores de proyección, ya que en dicho contexto podríamos tener inflaciones efectivas 3 o 4 décimas menores que las previstas, en línea con las esperadas por el mercado.

Plantea que incluso en ese escenario parece razonable llevar la tasa de política a 3,5%, tal como se recomienda en la minuta de opciones. Sin perjuicio de ello, en estos meses se irá evaluando si el escenario efectivo es más cercano al escenario base o al escenario de riesgo y, en ese momento, se irán acercando posiciones en una u otra dirección.

Por último, acota que algunos analistas de mercado esperan que el tipo de cambio caiga en torno a los \$660 a fines de año, con la consiguiente incidencia en la inflación.

El Vicepresidente señor Sebastián Claro manifiesta que más allá del impacto del reajuste de salarios del sector público en el salario total, existe la duda sobre cuán sensible es la trayectoria de la inflación al supuesto de crecimiento de los salarios.

Expresa que al revisar el escenario de riesgo, tiene la impresión de que el mercado puede estar proyectando tasas de crecimiento del empleo y de salarios distintas. Luego, el desafío del próximo IPoM consiste en plasmar esas diferencias en términos de un escenario de riesgo, que tiene implicancias sobre la política monetaria.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que nuestra proyección de inflación para el 2016 difiere en una décima de la del mes de septiembre; luego, no sería sorpresiva para el mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que la diferencia entre la proyección interna y la de mercado se ha dado desde hace algún tiempo y responde a evaluaciones distintas de las variables que inciden en ella, como el tipo de cambio; y si bien no pretende que el Banco cuente con mejor información que el mercado con el fin de hacer mejores proyecciones, hace notar que ambas han subestimando la inflación en el último tiempo, pero el Banco lo ha hecho en menor medida.

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

A las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 229, incorporándose a esta Sesión el Ministro de Hacienda subrogante señor Alejandro Micco.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de junio de 2016 se efectuará el día jueves 16 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.

Señala que las noticias conocidas desde la última Reunión y el análisis del IPoM del mes de diciembre dan cuenta de que el escenario planteado en el Informe anterior, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo, pero menores en el mediano, se ha intensificado.

Expresa que en el corto plazo, la inflación subyacente ha sido algo mayor que lo presupuestado, en un contexto donde el peso se ha depreciado, las holguras de capacidad siguen acotadas —como lo sugiere la evolución del mercado laboral— y los patrones históricos de indexación siguen actuando. Así, resalta que la inflación SAE servicios, típicamente más asociada a la de los no transables, continúa alta, sin indicios de que vaya a sufrir una corrección rápida. Por su parte, el aumento que la inflación SAE bienes ha tenido en los últimos trimestres —muy asociado a la evolución del tipo de cambio— sigue explicando la mayor parte del incremento de la inflación.

Por otra parte, informa que el escenario de crecimiento para el año 2016 se ha corregido a la baja desde el IPoM del mes de septiembre, en gran medida como consecuencia del deterioro del escenario externo, donde el crecimiento de nuestros socios comerciales se ha corregido algo a la baja y las condiciones financieras globales que enfrentan las economías emergentes se han vuelto a deteriorar, todo ello en un ambiente de claro deterioro de nuestros términos de intercambio.

De esta forma, consigna que la proyección de inflación subyacente se ha corregido fundamentalmente por una mayor inflación prevista durante los primeros meses del año, mientras que hacia fines del 2016 e inicios del 2017 se esperan velocidades de inflación algo menores. Agrega que la reciente baja del precio de los combustibles y la menor incidencia de los alimentos también han contribuido a la contención de la inflación. Con todo, manifiesta que de acuerdo con nuestra proyección, la inflación bajará de 4% solo a fines de 2016, con registros todavía altos en los primeros meses del año.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que en este contexto de debilidad del crecimiento, la Gerencia de División Estudios cree que, a pesar de la alta inflación actual, la política monetaria debe continuar contribuyendo a la recuperación de la economía, manteniéndose en terreno expansivo. Sin embargo, en línea con una inflación que ha resultado ser mayor y más persistente que lo previsto, estima que los grados de expansividad deben acotarse respecto de los niveles actuales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección. En razón de ello, se inclina por recomendar un aumento de 25 puntos base en esta Reunión, para llevar la tasa de política a 3,5%.

Indica que, en lo grueso, este análisis no difiere mucho de lo consignado en el Informe del mes de septiembre, salvo que la mayor inflación subyacente prevista y observada en el corto plazo ha hecho aconsejable adelantar parcialmente la reducción del estímulo monetario. Hace notar, además, que medida en términos reales, la TPM sigue siendo baja, aun después de considerar los ajustes que se han hecho y que se proponen para esta Reunión. Además, de seguir una trayectoria similar al supuesto de trabajo del IPoM, la tasa real estará claramente por debajo de los niveles que se consideran neutrales durante todo el horizonte de proyección, coherente con un escenario de crecimiento débil como el planteado en el escenario base.

Manifiesta que el análisis interno también sugiere que los riesgos para la actividad están principalmente a la baja, ya que, por una parte, el escenario externo se ha tornado más complejo, especialmente para las economías emergentes, con precios de *commodities*, incluyendo el del cobre, que se espera sigan bajos por un tiempo mayor, y condiciones financieras menos favorables. Por otra parte, los indicadores de confianza permanecen bajos y no dan signos de repuntar, a pesar de que el crecimiento de la economía parece estabilizarse, aunque en niveles bajos, y que el mercado laboral continúa mostrando un grado de resiliencia importante. Además, no es descartable que se observe una corrección más rápida del mercado laboral, con su consecuente efecto negativo en la inflación y el consumo.

En este contexto, plantea que la opción de mantener parece ser relevante de incorporar en esta Reunión. Sin embargo, varias razones llevan a preferir la opción de subir. En primer lugar, un aumento a 3,5% es lo más coherente con el escenario base del IPoM que se dará conocer el lunes próximo. En segundo término, las simulaciones que se han realizado de escenarios donde, por distintos motivos, la actividad crece del orden de 0,5 puntos porcentuales menos, sugieren que una tasa que se mantiene en torno a 3,5% por un tiempo prolongado sigue siendo adecuada. En tercer lugar, aunque esta vez el mercado se muestra más dividido respecto de la decisión que se adoptará en la presente Reunión, un aumento no lo sorprendería. Por último, se espera un aumento de la inflación anual durante los primeros meses del año, que la ubicarán por sobre las exceptivas de mercado, lo que hace menos aconsejable retrasar una alza que tiene una probabilidad alta de ser ejecutada.

Respecto del sesgo, indica que la decisión es menos obvia. Por una parte, de seguir una trayectoria similar a la del supuesto del trabajo del IPoM, la próxima alza después del mes de diciembre sería en el segundo trimestre, algo más espaciado que lo que se ha hecho en los últimos meses. Ello aconsejaría un sesgo neutral. Por otra parte, un sesgo neutro puede dar la sensación de que no estamos validando la curva de tasas actual, la que es muy similar a la usada en las proyecciones del IPoM que se presentará el próximo lunes 21 de diciembre. En este contexto, manifiesta que la sugerencia de la Gerencia de División Estudios es la de mantener el sesgo al alza, pero que considere alguna referencia a que el espacio de tiempo antes de la próxima alza será mayor.

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 Ministro de Hacienda subrogante señor Alejandro Micco.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Alejandro Micco inicia su intervención señalando que las novedades más importantes para esta Reunión provienen del plano internacional. Resalta que en el día anterior se produjo la esperada alza de la tasa de interés política por parte de la Reserva Federal y Brasil sufrió una nueva rebaja en la clasificación crediticia, dejando al país fuera del rango de *investment grade*. Expresa que ambos eventos apuntan a condiciones financieras que pueden tornarse menos favorables para las economías emergentes, ya que si bien el alza de tasas en Estados Unidos de América era bastante predecible, su concreción puede gatillar ajustes indeseados en precios de los activos financieros; por otra parte, la situación de Brasil puede generar repercusiones hacia toda la región, por cuanto muchos inversionistas tienden a agrupar a nuestras economías en clases de activos similares. A ello se agrega que el precio del cobre ha seguido disminuyendo. Por el lado positivo para nuestra economía, destaca la reciente caída del precio del petróleo, que, de persistir, puede significar una atenuación del impacto en nuestros términos de intercambio de la caída en el precio del cobre.

Manifiesta que las implicancias para Chile de las noticias en el ámbito financiero internacional pueden significar, en el corto plazo, algo de mayor presión en el tipo de cambio. Acota que, hasta ahora, en el breve lapso transcurrido desde el alza de tasas por parte de la Reserva Federal, no se aprecian efectos relevantes.

En su opinión, en el mediano plazo, condiciones financieras más estrechas por el propio aumento de la tasa de la Reserva Federal o por eventuales alzas en las primas por riesgo para las economías emergentes podrían incidir de manera negativa en la evolución de la actividad, con los consiguientes impactos deflacionarios.

El señor Alejandro Micco consigna que los últimos datos de actividad han vuelto a sorprender a la baja y que las perspectivas para el próximo año también se han ajustado a la baja. La inflación, por el contrario, ha estado en línea con lo que se esperaba y muestra una trayectoria descendente. Añade que los salarios han moderado su ritmo de expansión, y que la reciente negociación del reajuste del sector público resta presiones por el lado de los costos laborales.

A su juicio, es posible que en los próximos meses veamos alzas en el IPC por factores puntuales; no obstante, esas alzas, que pueden hacer que la inflación anual aumente por algunos meses, no significan que se estén incubando presiones inflacionarias persistentes y que requieran una acción de política.

Añade que la reciente aprobación del presupuesto da inicio a un gradual proceso de consolidación fiscal, donde el balance público no contribuirá a darle dinamismo a la economía.

El señor Alejandro Micco señala que dado el marco de política macroeconómica del país, donde la política fiscal juega un rol más bien pasivo por la lógica de la meta del balance estructural y la política monetaria se orienta hacia un objetivo inflacionario no de corto plazo, sino que de mediano plazo, es esta última la encargada de impulsar la actividad económica para que sea coherente con su potencial de mediano y largo plazo.

Por último, manifiesta que en la coyuntura, dado el bajo dinamismo que muestra la actividad, las peores condiciones externas relevantes para la economía chilena, y las perspectivas de que el crecimiento en el país se mantenga durante un buen tiempo por debajo de su potencial, sugieren que la política monetaria tiene amplio espacio para mantenerse acomodativa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la opinión del Ministro de Hacienda subrogante señor Alejandro Micco y conforme al orden de esta Sesión, da lugar 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Mario Marcel inicia su intervención agradeciendo al Gerente de División Estudios señor Alberto Naudon y su equipo por el análisis presentado, la discusión de la sesión de esta mañana y por ir poniendo el foco en algunos temas que generan especial interés.

Señala que la Reunión de Política Monetaria de hoy tiene lugar tres meses después del último IPoM y en vísperas de una actualización del diagnóstico del Banco Central sobre la situación de la economía chilena con el Informe de diciembre. Recuerda que en el mes de septiembre, el Consejo presentó un panorama en el que se prolongaba un débil crecimiento de la actividad económica y la inflación se mantenía por algún tiempo por sobre el rango de política. Asimismo, para converger a la meta de mediano plazo de 3% de inflación, anunció una normalización gradual y prudente de la política monetaria, aunque manteniendo su orientación expansiva, facilitando la recuperación del ritmo de crecimiento.

Agrega que el IPoM de septiembre también planteó un balance de riesgos con un sesgo a la baja en la actividad económica y al alza en la inflación, resaltando que durante el último trimestre ambos escenarios se han materializado. En efecto, la demanda interna se ha mantenido débil y el sector minero ha experimentado un deterioro mayor que lo esperado. La inflación, por su parte, recogió el impacto de las fuertes alzas del dólar en los meses de agosto y septiembre, lo que unido a la dinámica de los salarios nominales presionó adicionalmente a los precios, especialmente a los del sector servicios del IPCSAE.

Manifiesta que nuestro actual diagnóstico reconoce esta realidad, enmarcada en condiciones externas más desfavorables que las que se previeron en el mes de septiembre, a lo que se agrega que desde ayer, ese entorno externo integra un proceso de normalización de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América. Acota que la reacción de los mercados a este esperado cambio irá asentándose en las próximas semanas.

Plantea que, dado que no se observan factores internos o externos que puedan dar un impulso adicional a la actividad económica en el corto plazo, las proyecciones del Banco Central han ajustado la estimación de crecimiento para 2016 a la baja. Más aún, subsisten riesgos a una ralentización adicional en el corto plazo, como nuevas bajas del precio del cobre, menor crecimiento de los principales socios comerciales de Chile y la mantención de expectativas deprimidas. De este modo, la brecha de actividad, aunque acotada, se amplía en el margen en el escenario base y puede hacerlo aún más de materializarse el escenario de riesgo negativo. En este escenario, estima que tampoco puede garantizarse que se mantenga la resiliencia mostrada hasta ahora por el mercado del trabajo.

En materia de inflación, señala que se han elevado las proyecciones para el corto plazo, y que dado que se mantiene la convergencia a la meta de política de 3% a 24 meses, ello es compatible con la actual orientación de la política monetaria. No obstante, el balance de riesgos para la inflación se tiende a equilibrar por la combinación de factores que pueden empujar la inflación por sobre o por debajo lo proyectado en el corto plazo. En efecto, en contraste con el escenario de septiembre, la trayectoria del tipo de cambio, aunque volátil, ha mostrado mayor moderación en los últimos tres meses. En su opinión, si se confirma que el efecto del alza de tasas de interés de la Reserva Federal ya había sido internalizado por los mercados y el dólar se mantiene estable o con leves alzas en los mercados internacionales, se reducirán las presiones sobre el peso chileno y su impacto sobre la inflación. Asimismo, si la brecha de actividad se amplía, el impacto de las presiones de costos sobre los precios se reducirá. Agrega que un escenario de riesgo de crecimiento más acotado también debería moderar la dinámica de los salarios. De hecho, considera que en este último caso es dudoso que se siga manteniendo la resiliencia observada hasta ahora en el mercado del trabajo. Plantea que el Gobierno ha dado señales claras respecto de la orientación de la política fiscal, que ha pasado a ser algo menos expansiva que en el período anterior, además de una moderación sustancial en el reajuste de salarios en el sector público. Por último, menciona



BANCO CENTRAL DE CHILE

que de mantenerse el actual escenario para el mercado del petróleo, es probable que las significativas bajas observadas en las últimas dos semanas permanezcan en el tiempo, influyendo sobre los precios de los combustibles en Chile.

De acuerdo con lo anterior, le parece que la pregunta para el Consejo es si, en el marco de un ajuste gradual de tasas de interés, es preferible dar un paso adicional en la implementación del actual programa ahora para asegurar la materialización del escenario base de corto y mediano plazo, o si es preferible esperar a contar con más información sobre la evolución del entorno externo y el comportamiento cambiario antes de adoptar nuevos ajustes.

Hace notar que, desafortunadamente, las próximas dos mediciones de la inflación estarán marcadas por situaciones especiales, ya que mientras la variación del IPC de diciembre estará influenciada por una baja base de comparación a doce meses, la de enero estará fundamentalmente determinada por ajustes de precios administrados. Ello hará necesario un esfuerzo especial para discernir las tendencias detrás de las cifras tradicionales y sus implicancias de política, lo que puede confundir los fundamentos y la interpretación de un ajuste de tasas. En su opinión, mantener la incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria en este contexto puede ser perjudicial para la confianza, puede elevar la volatilidad e invitar a la especulación sobre la acción del Banco Central y sus motivaciones.

Por las razones antedichas, plantea su preferencia por incrementar ahora la tasa de política monetaria en 25 puntos porcentuales, a 3,5%, expresando claramente dicho ajuste como la materialización del programa monetario vigente, ratificado por un reconocimiento de sesgos balanceados de inflación en el corto plazo. Ello permitiría reducir la incertidumbre del mercado y fortalecer la señal de un ajuste pausado de la instancia durante los próximos doce a dieciocho meses. Agrega que esta señal parece especialmente oportuna si durante los próximos meses también se reduce la incertidumbre sobre las orientaciones de la política monetaria en las principales economías, como parece haber estado ocurriendo con China, la zona del euro y recién ayer en Estados Unidos de América.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación 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 vinculadas con el IPoM, que resultan ser muy útiles para esta ocasión.

Manifiesta su concordancia con lo consignado en la minuta de opciones 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.

De hecho, considera notable que para la Reunión de hoy las opiniones de analistas, las encuestas y los precios de activos estén prácticamente equiparados en lo que se refiere a la decisión de política monetaria en sí misma. Expresa que, a su entender, ello refleja que la decisión está finamente balanceada, pero en un contexto general donde no cree que haya diferencias muy significativas. De hecho, el escenario de política monetaria del IPoM que se divulgará la semana próxima sugiere que en este ciclo la TPM de llegada está en torno a 4%, lo que es similar a lo contemplado en el IPoM del mes de septiembre y refleja que los efectos de las noticias sobre la trayectoria de la tasa se tienden a compensar. Precisa que estas noticias dicen relación, por un lado, con un escenario externo que se ve más deteriorado debido a la caída del precio del cobre y perspectivas de crecimiento globales, pero principalmente regionales, peores. Por el lado doméstico, concuerda con la minuta de opciones respecto de la pertinencia de mantener una política monetaria en terreno expansivo, en un contexto donde la política fiscal está tomando una senda de consolidación que es gradual. En su opinión, ambas opciones mantienen los criterios mencionados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En ese contexto, manifiesta una preferencia marginal por aumentar la TPM, principalmente basado en el hecho que es en el IPoM donde se dará a conocer nuestra estrategia de política monetaria relacionada con el escenario base para los próximos trimestres y, por lo tanto, cree que puede ser prudente tener un contexto sin temas pendientes vinculados con el escenario del Informe del mes de septiembre. Pero, por lo mismo, considera que ello lleva consigo una comunicación de sesgo que debe ser más bien neutra. A su juicio, ello se justifica por dos razones principales. En primer lugar, porque si se repite el mismo sesgo de la Reunión pasada, será muy directo colegir por parte de observadores externos que ese lenguaje específico de sesgo implica una alza cada dos Reuniones, asunto que no es parte del escenario del IPoM. En segundo término, porque el IPoM de diciembre tiene alzas hacia el segundo trimestre del próximo año, lo que es un horizonte suficientemente lejano como para que no sea obvio indicar un sesgo en un comunicado de una RPM en particular. Como lo ha manifestado en otras ocasiones, considera que la inclusión de un sesgo tiene que sugerir —o debiese sugerir— un movimiento de tasas relativamente inmediato.

Dentro de estas mismas consideraciones, menciona el punto a favor de mantener la TPM con un sesgo. Señala que de seguir esta estrategia, se puede transmitir que el lenguaje que tenemos incluido en el texto sugiere un ritmo de normalización de un alza cada tres o cuatro Reuniones, que se aproxima bastante al escenario que se tiene delineado en el Informe. Sin embargo, se debe reconocer que este es un argumento relativamente complejo y que radica en cierta tranquilidad en que podemos comunicar de manera transparente pasos a seguir en política monetaria con bastante más certeza que la que realmente tenemos.

En cualquier caso, estima que ambas opciones son coherentes con que la tasa de llegada en este ciclo es del orden de 4% hacia fines del año 2016. No obstante, como este es un tema que corresponde explicar plenamente en el IPoM, expresa su inclinación por la opción de subir la TPM en esta Reunión, con un sesgo neutral, o, en su defecto, como consigna la minuta de opciones, con una comunicación que sea coherente con lo que tenemos delineado hasta ahora en el IPoM del mes de diciembre.

En razón de lo expresado precedentemente, el Consejero señor Pablo García manifiesta que su voto es por aumentar la TPM en 25 puntos base, a 3,5%.

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

El Consejero señor Joaquín Vial agradece el trabajo de la Gerencia de División Estudios, expresado tanto en la minuta de antecedentes como en la de opciones, con las que manifiesta concordar en los aspectos principales.

Plantea que en el ámbito externo ha habido novedades importantes, que en parte se relacionan con la tan esperada alza de tasas de la Reserva Federal, que finalmente se materializó en el día de ayer. Entre ellas, destaca el fortalecimiento del dólar a nivel global y la fuerte caída de los precios del petróleo y del cobre. Agrega que más cerca de nuestro país, la situación de Brasil se sigue deteriorando; y que en Argentina, el nuevo gobierno ha iniciado un proceso de normalización y ajuste de sus políticas económicas que podría facilitar su reinserción en los mercados financieros internacionales, pero que en el corto plazo enfrenta importantes desafíos.

Señala que en el plano local, el panorama sigue más o menos la trayectoria delineada en el IPoM del mes de septiembre, si bien la inflación SAE ha sido algo mayor que lo esperado y su convergencia a la meta se ve algo más lenta que lo anticipado previamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Mirando hacia adelante, menciona que el dólar se ha depreciado más que lo anticipado, pero los precios internacionales del petróleo han caído también, lo que ayuda a compensar en parte el primer efecto. Agrega que el reajuste del sector público ha sido moderado y es una señal importante que debería contribuir a una desaceleración de los salarios nominales en los meses venideros. Con todo, enfatiza que las proyecciones muestran que la inflación anual volverá a tasas entre 4,5 y 5% en el primer semestre de 2016 y que se mantendrá en esos elevados niveles por algo más de tiempo que el previsto anteriormente.

El Consejero señor Joaquín Vial reitera su concordancia con la Gerencia de División Estudios respecto de las opciones para esta Reunión y también con el juicio de que conviene subir ahora la TPM en 25 puntos base, justamente por la evolución desfavorable que ha experimentado la proyección de la inflación. Atendido lo expresado, manifiesta que su voto es por subir la TPM a 3,5%.

Respecto del sesgo, tal como quedará en claro en el IPoM que se dará a conocer el lunes, señala no tener duda alguna de que debe ser al alza. En este aspecto —simplemente para complementar un punto—, expresa no estar tan claro en cuanto a que el sesgo se refiere necesariamente a los movimientos de los próximos meses, sino que más bien a la dirección de los movimientos, un aspecto que a lo mejor cabría aclarar. Sin perjuicio de ello, resalta la importancia de reconocer que hay diferencias relevantes en las proyecciones de mercado y en las nuestras para la inflación en los próximos meses, lo que sugiere que de no materializarse sorpresas significativas en el verano, es razonable esperar hasta que los datos confirmen cuál de las proyecciones es la más acertada y actuar en consecuencia.

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 enmarca en la discusión del IPoM que será presentado al Senado el día lunes 21 de diciembre, donde destacan varios aspectos importantes.

Expresa que en el ámbito externo, la normalización de tasas en Estados Unidos de América ha comenzado y los mercados parecen haber reaccionado con tranquilidad al anuncio. Plantea que es una observación con pocos datos, razón por la que no es descartable que la volatilidad que se observó en los últimos meses en torno a esta decisión y en torno al proceso de normalización de la Reserva Federal continúe hacia adelante; por lo tanto, es un proceso sobre el cual habrá que tener especial atención. Agrega que el peso se ha mostrado estable desde hace varias semanas, en torno a los \$700, mientras que los *commodities* han exhibido un nuevo ajuste a la baja. Acota que en el escenario base, esta baja debería ser relativamente prolongada.

En lo concerniente al plano local, indica que las proyecciones se mantienen, *grosso modo*, en línea con lo consignado en el IPoM del mes de septiembre en cuanto a una inflación que se mantendrá alta por varios trimestres y un crecimiento de la actividad algo por sobre el 2%, promedio en el cual se ha mantenido por un buen tiempo. Menciona que a pesar de que los últimos registros de algunos componentes de la demanda han mostrado algo más de dinamismo que lo anticipado, la evidencia no sugiere modificar el escenario de un crecimiento modesto hacia adelante, tanto así que en el escenario que se plantea se trabaja con un crecimiento para el año 2016 que es casi 40 puntos base menor que el que se anticipó hace pocos meses, en parte importante como consecuencia de un escenario externo que se visualiza menos favorable.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado inflacionario, hace presente que la evidencia sigue mostrando que mientras los bienes más ligados al tipo de cambio han tenido un aumento relevante de precios, lo que se espera amaine bajo el supuesto de estabilidad cambiaría, los registros de inflación más asociados a servicios y presiones domésticas siguen mostrando alzas relevantes, sin acusar un efecto del bajo crecimiento económico. Por cierto, destaca en este punto la trayectoria del mercado laboral, donde el dinamismo del empleo y los salarios no ha contribuido a una caída material de la inflación de bienes no transables.

Así, plantea que el panorama inflacionario sigue siendo, en el grueso, similar al que se ha planteado en los últimos meses, esto es, mientras las proyecciones de corto plazo se mantienen elevadas, por sobre las del mercado, y continúan al alza ciertos riesgos en el corto plazo, hacia el mediano plazo los factores que justifican menores presiones inflacionarias siguen plenamente vigentes y, más aún, siendo posible una desaceleración mayor que la pronosticada en el escenario base, lo que podría afectar el dinamismo del empleo y moderar el crecimiento de los salarios de manera algo más rápida. En todo caso, considera pertinente mencionar que ambos riesgos representan -en un análisis razonable desde su perspectiva- modificaciones que podrían considerarse como marginales en torno al escenario base. Por cierto, reconoce que existen escenarios distintos, ya sea por un cambio más abrupto o mayor en las condiciones financieras externas, o con un deterioro de mayor magnitud en la actividad doméstica y el empleo, que, sin duda, tendrían implicancias de primer orden respecto de lo que se planteará en el IPoM. No obstante, cree que estos escenarios más extremos no debieran ser ponderados como alternativas relevantes para efectos de la decisión de hoy.

Así, considera que la decisión de hoy tiene dos componentes. El primero dice relación con la trayectoria de la política monetaria de acuerdo con el escenario central planteado en el IPoM y, a su vez, con el momento óptimo para ejecutar los cambios; y, en segundo lugar, también constituye un ejercicio de valoración de riesgos que pondere adecuadamente los puntos antes mencionados.

En opinión del Vicepresidente señor Sebastián Claro, un alza de 25 puntos base hoy es coherente con un escenario donde la inflación se mantendrá alta por los próximos trimestres, y va en línea con la necesidad de retirar parte del fuerte estímulo monetario que se ha mantenido hasta ahora en un escenario de crecimiento moderado. A su juicio, los riesgos de corto plazo, con una inflación bordeando el 5% anual durante el primer semestre del 2016, se abordan de mejor manera con una señal proactiva del Banco respecto del desafío que esta alta inflación representa. De esta forma, una TPM en 3,5% es coherente con un escenario de inercia inflacionaria y convergencia lenta hacia 3%, aún si se materializa el escenario de mayor debilitamiento de la actividad doméstica y menores presiones sobre el mercado laboral, que perfectamente podrían darse, como se discutió en la sesión de la mañana y en reuniones de preparación del IPoM. Agrega que un alza hoy entrega mayores grados de libertad respecto de movimientos futuros en un contexto donde nuevas alzas, acotadas y graduales, podrían ser requeridas durante el 2016.

En mérito de lo expresado, el Vicepresidente señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria a 3,5%, manteniendo el mensaje de alzas graduales hacia adelante, lo que será adecuadamente calificado en el próximo IPoM.

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.

Señala que en el ámbito externo hay variadas noticias, como el alza de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal, la baja en la clasificación de Brasil, los cambios en Argentina, la baja adicional en los precios de las materias primas, entre otros. Plantea que muchos de ellos eran anticipados, otros menos, pero en su conjunto hacen que el



BANCO CENTRAL DE CHILE

panorama externo esté algo más deteriorado. En su opinión, es temprano para hacer un pronóstico de los efectos del alza de tasas en Estados Unidos de América, pero su amplia difusión previa y luego anticipación se tradujo en efectos menores, al menos hasta ahora. No obstante lo expresado, no se puede descartar que la volatilidad aumente en lo venidero.

Manifiesta que esta Reunión se da solo unos pocos días antes del IPoM del mes de diciembre, donde se entregarán más detalles de la actualización de nuestras proyecciones y análisis. Así, de alguna manera, aunque evidentemente en menor grado y con mucho menos detalle, esta Reunión anticipa algunos de los temas de dicho Informe, que nos permitirá ser más específicos respecto de nuestra visión.

En lo concerniente al ámbito interno, menciona que, en lo grueso, el escenario del IPoM de septiembre se mantiene en materia de inflación, aunque con algo más de inflación subyacente. Agrega que, tal como se preveía, la inflación volvió en noviembre al rango de tolerancia del Banco Central, pero se proyecta que ello será por corto plazo y, de hecho, que con la inflación de diciembre superaremos nuevamente dicho rango y que incluso seguirá trepando en los meses siguientes.

Plantea que los riesgos en este frente vienen por el lado del tipo de cambio y por la persistencia que ha mostrado la inflación en el último período, en un contexto de holguras de capacidad que son acotadas. Indica que ello, que también se podría asociar a un mercado laboral resiliente, haría que la inflación tarde más en volver a la meta que lo proyectado previamente. De hecho, la inflación subyacente de servicios sigue mostrando alta persistencia. Por otro lado, menciona que la baja en el precio del petróleo, más un reajuste del sector público acotado, en conjunto con un mercado laboral que podría perder dinamismo, serían fuerzas en el sentido opuesto.

Asimismo, consigna que la actividad es algo menor producto de un escenario externo más deteriorado, donde destacan los problemas de América Latina; y que no obstante que las proyecciones de actividad son en el corto plazo menores que el potencial y, por lo tanto, la brecha se amplía en algo, su tamaño y las elasticidades correspondientes no son suficientes para producir una reducción mayor en las presiones inflacionarias en un plazo razonable. Evidentemente, si la economía entra en un nuevo y adicional proceso de desaceleración, ello podría cambiar.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que la política monetaria en Chile ha sido altamente expansiva durante los últimos años y que a pesar de que la inflación lleva ya más de año y medio en o sobre el rango meta, y que además se espera que eso se mantenga por varios meses más, el bajo nivel de actividad y las expectativas de inflación ancladas en la meta son argumentos importantes para que la política monetaria siga siendo expansiva. De hecho, resalta que bajo casi cualquier parámetro es y seguirá siendo en nuestro escenario base de las más, si no la más, expansiva entre las economías emergentes.

Hace notar que esta expansividad monetaria ha sido un elemento fundamental para contener la desaceleración de la actividad y mantener a la economía con un crecimiento positivo y con un mercado laboral dinámico.

No obstante, tal como se indicó en el IPoM pasado y en Reuniones previas, para que la inflación converja a nuestra meta es necesario reducir gradual y moderadamente el impulso monetario.

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 es coherente con una inflación más persistente, con las mayores presiones observadas en la inflación subyacente y con los efectos adicionales que sobre la inflación tendrá la más reciente depreciación del peso. También con la resiliencia del



BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado laboral. Asimismo, tal como lo señaló previamente, el estímulo monetario en Chile es elevado y será necesario retirar parte de ese estímulo gradualmente. Por último, los riesgos sobre la inflación, particularmente en el futuro más inmediato, no son bajos por la persistencia que muestra y por aquellos escenarios de riesgo en que eventuales *shocks* pudieran afectar el tipo de cambio.

Por otra parte, expresa que la opción de mantener se sustenta en una brecha que seguirá siendo negativa e incluso se expandirá moderadamente en los próximos trimestres, lo que reduce la probabilidad de presiones inflacionarias por ese lado; en que el tipo de cambio real se ha depreciado en forma importante, por lo que ajustes significativos y permanentes adicionales son menos probables, aunque no descartables; 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, esto último asume un retiro gradual del actual estímulo monetario.

Por los motivos antedichos, el Presidente señor Rodrigo Vergara estima que llegó el momento de dar un segundo paso en la reducción gradual del impulso monetario. Por tanto, expresa que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base, a 3,5%, manteniendo el sesgo contractivo en el Comunicado.

En razón de lo expuesto, deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, a 3,5%.

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

N° 229-01-151217 - Tasa de Política Monetaria

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

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

Comunicado

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

El escenario externo sigue dando cuenta de un deterioro para las economías emergentes, en buena medida por precios de las materias primas que volvieron a caer y por condiciones financieras globales menos favorables. El panorama de actividad mundial no muestra mayores cambios respecto del mes previo, aunque la proyección de crecimiento global se ha reducido en el último tiempo. La Reserva Federal aumentó su tasa de interés sin provocar, en lo inmediato, cambios significativos en los mercados financieros globales.

En lo interno, la inflación anual del IPC descendió a 3,9%, pero se estima que retornará a cifras por sobre 4% en el corto plazo. La inflación subyacente —IPCSAE— sigue cercana a 5% anual. A su vez, las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%. La evolución de estas variables se seguirá monitoreando con especial atención. Los datos parciales del cuarto trimestre siguen indicando un acotado crecimiento de la actividad y la demanda interna. Los índices de confianza continúan en niveles pesimistas. La creación de empleo y el crecimiento de los salarios mantienen su dinamismo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes pausados 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 17:10 horas.

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Vicepresidente

RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente

PABLO GARCÍA SILVA
Consejero

JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero

ALEJANDRO MICCO AGUAYO
Ministro de Hacienda (S)

MARIO MARCEL CULLELL
Consejero

JUAN PABLO ARAYA MARCO
Ministro de Fe