



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 204  
celebrada el día martes 19 de noviembre de 2013

---

En Santiago de Chile, a 19 de noviembre de 2013, siendo las 11:00 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 señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asisten también:

Gerente General,  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe,  
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;  
Gerente de División Estudios,  
don Luis Óscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Operaciones Financieras,  
don Beltrán de Ramón Acevedo;  
Gerente de División Política Financiera,  
don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de División Estadísticas,  
don Ricardo Vicuña Poblete ;  
Gerente de Análisis Macroeconómico,  
don Claudio Soto Gamboa;  
Gerente de Análisis Internacional,  
don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica,  
don Claudio Raddatz Kiefer;  
Gerente de Mercados Nacionales,  
don Matías Bernier Bórquez;  
Gerente Asesor de Comunicaciones,  
don Luis Álvarez Vallejos;  
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,  
don Enrique Orellana Cifuentes;  
Asesor del Ministro de Hacienda,  
don Rodrigo Cerda Norambuena;  
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,  
doña Erika Arraño González;  
Economista Senior,  
doña Tatiana Vargas Manzo;  
Asesor de la Presidencia,  
don Víctor Riquelme Peñaloza; y la  
Secretario General,  
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 204, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2014, se celebre el día martes 15 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann para efectos de que presente el escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a las principales noticias de orden político que han tenido efectos en el plano económico desde la Reunión de Política Monetaria, RPM, precedente. En primer término, indica que en Estados Unidos de América, la señora Janet Yellen, nominada para asumir la presidencia de la Reserva Federal a partir del mes de febrero de 2014, frente a un complejo proceso de confirmación por parte del Senado de ese país, ha sostenido reuniones con parlamentarios republicanos que podrían oponerse a su designación. Deja constancia que para ello se necesitan 60 votos y que los senadores demócratas que la apoyan, solo tienen una participación de 53 asientos en el Senado.

Asimismo, indica que las elecciones estatales en dicho país han evidenciado un debilitamiento del movimiento político estadounidense denominado *Tea Party*, lo que podría facilitar los acuerdos fiscales que se deben alcanzar en los próximos meses.

En lo concerniente a Alemania, señala que la Unión Demócrata Cristiana, liderada por la Canciller Angela Merkel, y sus futuros socios de coalición, los socialdemócratas, han contemplado concluir las negociaciones para conformar el nuevo gobierno a fines del mes de noviembre en curso.

Agrega que en la Zona Euro se realizarán *stress test* o pruebas de resistencia de los principales bancos del bloque, en carácter de paso previo para fines de supervisión bancaria, lo cual fue aprobado recientemente por los Ministros de Finanzas; y que por otra parte, el Banco Central Europeo consideró que la nueva autoridad encargada del rescate bancario debería ser centralizada, cubrir todos los bancos de esa región, y contar con facultades determinadas con el objeto de obligar a los bancos que se encuentren en dificultades a recapitalizarse o a suspender sus operaciones.

Destaca que en China, el Cónclave del Partido Comunista definió los lineamientos políticos y económicos para los próximos años. Expresa que en el primero de ellos se establece que el mercado jugará un rol decisivo en la asignación de recursos, y entre sus principales ideas se contemplan el establecimiento de mercados justos, abiertos y transparentes; la liberalización de precios de bienes y servicios básicos; y la apertura de la economía para la inversión extranjera en diversas industrias.

El segundo lineamiento, que define al sector público como pilar de la economía, en coordinación con otras formas de propiedad, tiene por propósito incentivar la propiedad cruzada entre capital público, colectivo y privado; mejorar el sistema de administración y operación del sector público; y, suprimir las barreras de entrada para el sector privado en algunos mercados.

El tercero de ellos, se refiere a reformas financieras y liberalización, específicamente a la apertura del sistema financiero, tanto a nivel doméstico como hacia el resto del mundo; el otorgamiento de mayor poder de mercado a la definición del precio del renminbi, liberalizar las tasas de interés y mejorar el establecimiento de la curva de rendimiento de los instrumentos de deuda pública; y, la implementación de algunas reformas en el mercado regulatorio.

En cuarto lugar, se contempla una reforma administrativa, cuya finalidad fundamental es redefinir el rol del gobierno en la economía, planteando como punto central la reducción de su intervención directa en ella. Además, postula que el sistema de evaluación administrativa no debe centrarse únicamente en el crecimiento del PIB, sino que también en otras variables; y que deben fortalecerse las bases de datos nacionales y locales.



El quinto lineamiento se relaciona con la reforma fiscal y tributaria, busca mejorar la gestión del presupuesto; la gestión adecuada de la deuda del gobierno central y local; incorporar la posibilidad de que los gobiernos locales emitan bonos y, de esa manera, se prescindiera del *shadow banking* para obtener financiamiento; como asimismo, profundizar la reforma tributaria y transparentar la gestión financiera de los gobiernos locales.

Por último, señala que el sexto lineamiento promueve la integración urbano-rural y reforma el sistema de registro denominado *hukou*. Se contempla el mejoramiento del sistema de uso de la tierra y la posibilidad de que algunos campesinos puedan vender sus propiedades; establece un mecanismo para un desarrollo saludable y gradual de la urbanización; contempla una red de seguridad social justa y sostenible, debido a que la actual obliga a las familias a ahorrar más allá de lo razonable y, por lo tanto, a no tener un rol muy importante del consumo; y flexibiliza la política de un hijo único.

A continuación, el señor Sergio Lehmann menciona los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, se refiere al predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y las rebajas de tasas acordadas en la Zona Euro y en algunas economías emergentes.

Asimismo, consigna que el Banco Central Europeo prolongó la provisión de liquidez de bancos mediante las operaciones de refinanciamiento a largo plazo, LTRO, y operaciones de mercado abierto hasta el año 2015.

Por otra parte, señala que la señora Janet Yellen ha enfatizado que sería un error proceder al retiro del programa de estímulo monetario denominado *Quantitative Easing*, QE, por cuanto la recuperación económica sigue siendo frágil. Hace notar que ello tuvo una lectura claramente más *dovish* o suave, y un impacto relativamente importante en los mercados financieros, moderando el alza de tasas de interés que se había observado en respuesta a algunas noticias positivas en materia de actividad, crecimiento y mercado laboral. De hecho, resalta que con ello se estabilizaron las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América, en tanto que en la Zona Euro retrocedieron a propósito de una declaración de ese mismo carácter formulada por el Banco Central Europeo y su decisión de recortar la tasa de política monetaria. Añade que, por su parte, se apreció el dólar estadounidense.

Además, menciona que en Estados Unidos de América, la encuesta de condiciones crediticias continúa mostrando una menor estrechez que en periodos anteriores, y que tanto las empresas y los bancos han exhibido reportes positivos de utilidades y por sobre lo esperado.

Por último, consigna que Standard & Poor's redujo en un punto o *notch* la calificación crediticia de Francia, desde "AA+" a "AA", y con perspectiva estable. Fitch, por su parte, mantuvo la calificación de Holanda en AAA y la de Italia en BBB+, con perspectiva negativa; y, en cuanto a España, calificada en BBB, elevó la perspectiva desde negativa a estable.

A continuación, y como es habitual, exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 7 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos y CDS *spreads* respecto del promedio correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En primer término, destaca los incrementos experimentados por las bolsas de economías desarrolladas, así como la recuperación de los mercados bursátiles situados en países emergentes en la última semana, la cual fue insuficiente para exhibir variaciones positivas desde la última Reunión.

En materia de volatilidad, menciona que ella descende en las economías desarrolladas, excepto en la de Japón.

Agrega que los *spreads* corporativos registran un comportamiento mixto y con movimientos relativamente acotados. Por su parte, los *spreads* soberanos de las economías de la periferia europea registraron movimientos negativos en la última semana y más bien positivos desde la última RPM, mientras que los correspondientes a economías emergentes exhibieron alzas en la última semana y disminuciones desde dicha Reunión.

Por último, comenta que los CDS *spreads* de los países analizados, esto es, Alemania, Reino Unido, España, Italia y Japón, registraron movimientos a la baja tanto en la última semana como en el acumulado desde la Reunión pasada.

Plantea que un análisis más transversal en el tiempo refleja caídas de los CDS soberanos en las economías desarrolladas y con especial fuerza en Estados Unidos de América luego que se postergara la solución del problema fiscal. Añade que movimientos similares se observan en las economías de la periferia europea, bastante estabilidad en Australia y Nueva Zelanda, y mayor heterogeneidad en las economías emergentes. De hecho, destaca el movimiento oscilante que se advierte en el caso de Brasil, con aumentos importantes a principios de este mes y alguna reversión en el margen, porque esa economía está más expuesta a los efectos derivados del posible de retiro del QE.

En lo concerniente a tasas de interés de largo plazo, consigna que en Estados Unidos de América, el movimiento de la curva tendió a ser bastante menor que lo anticipado, porque el alza registrada con motivo de la positiva lectura de datos laborales y de crecimiento del tercer trimestre se revirtió luego de las declaraciones de la señora Janet Yellen.

Hace presente que en Alemania y Europa se advierten tasas de interés más bajas, debido a que el Banco Central Europeo estaría dispuesto a inyectar liquidez y, eventualmente, a utilizar otro tipo de medidas para fines de estimular la economía.

Por su parte, las tasas de interés en economías emergentes exhibieron aumentos relativamente importantes, seguidos de una reversión en el margen, excepto en Corea e Indonesia, en que se han estabilizado en niveles algo mayores.

El señor Sergio Lehmann reitera que las condiciones crediticias en Estados Unidos de América han tendido a relajarse. Sobre este aspecto, destaca la existencia de una relación estrecha entre dichas condiciones y las colocaciones en ese país, no así en la Zona Euro y el Reino Unido, en que es más débil. En Japón, en tanto, se advierten condiciones crediticias mayormente expansivas, pero la variación trimestre a trimestre del crédito da cuenta de su contracción.

En materia de flujos de capitales, se observan ingresos levemente negativos a economías emergentes, mientras que en las economías desarrolladas, especialmente, en Estados Unidos de América, se aprecian entradas provenientes de no residentes y en renta variable.

Asociado a lo anterior, resalta el alza de los precios accionarios en las economías desarrolladas, particularmente en Japón, mientras que los mercados bursátiles latinoamericanos presentan un comportamiento más heterogéneo y resultados marginalmente a la baja; en Asia emergente, destaca la recuperación de la bolsa china a propósito de las medidas anunciadas por el Partido Comunista de ese país; y, por último, expresa que las bolsas de las economías exportadoras de *commodities* exhiben alzas en el margen.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann se refiere al *heat map* de paridades, en que el color azul representa una apreciación de monedas y el rojo, una depreciación. Hace notar que frente a la última Reunión, destacan la apreciación del dólar estadounidense y una depreciación generalizada de las monedas que se analizan habitualmente, excepto las de Corea y China; y que en la última semana, parte de la depreciación acumulada tendió a revertirse parcialmente y el dólar estadounidense se depreció.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación mencionando las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, señala que el PIB de Estados Unidos de América correspondiente al tercer trimestre del año exhibe una expansión de 2,8% trimestre a trimestre anualizado, cifra que se encuentra por sobre las expectativas, que se explica fundamentalmente por el aumento de los inventarios; y, que el reporte de empleo del mes de octubre también mostró resultados positivos.

En lo atinente a la Zona Euro, consigna que las señales han sido mixtas. En efecto, mientras España concluye su recesión; el Bundesbank advierte sobre las alzas de los precios de las viviendas en Alemania, en circunstancias que el desempeño industrial en ese país estuvo por debajo de las expectativas; y por otra parte, la Comisión Europea rebajó levemente el crecimiento para el año 2014. Añade que la inflación de esa región ha acentuado su desaceleración, alcanzando su variación a 0,7% en doce meses.

En cuanto a China, el PIB en ese país registró un crecimiento de 7,8% en el tercer trimestre por concepto de la contribución de la inversión, dando cuenta de que aún no se logra el rebalanceo hacia un mayor consumo; y, sus importaciones y exportaciones recuperaron su dinamismo.

Japón, por su parte, presenta resultados mixtos en el corto plazo.

Por último, señala que los PMI manufactureros fueron positivos en las economías avanzadas y emergentes, pero en un grado menor en estas últimas; y que los PMI de servicios también mostraron avances.

El señor Sergio Lehmann exhibe el cuadro que resume las distintas cifras esperadas y efectivas de actividad en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Alemania, Japón, China y Brasil. En cuanto a Estados Unidos de América, resalta que los últimos datos dan cuenta de noticias más positivas. En la Zona Euro, en cambio, son algo menos auspiciosas, en particular, la producción industrial alemana, mientras que en Japón se observan cifras mixtas.

En lo referente a China, destaca el predominio de noticias positivas, en especial, la expansión de la producción industrial superior a 10% y el aumento de sus exportaciones e importaciones.

Por último, informa que en Brasil, si bien la producción industrial resultó positiva, fue menor que lo previsto, reflejando que su economía aún no se fortalece.

A continuación, destaca el avance que exhiben las perspectivas del sector industrial en Estados Unidos de América, la Zona Euro, Japón y China, así como también en las economías emergentes, pero en un grado menor.

Agrega que la confianza de los consumidores se recupera en las economías avanzadas y emergentes, siendo más significativa en las primeras, pero sin alcanzar aún el nivel observado en el año 2006.





El señor Sergio Lehmann menciona que entre los principales datos de crecimiento del tercer trimestre que fueron conocidos recientemente, destacan los de Estados Unidos de América, Japón y el Reino Unido, que alcanzaron respectivamente a 2,8%; 1,9%; y 3,2% en términos anualizados, superando las expectativas. Hace notar que en el caso del Reino Unido, se trata de la segunda sorpresa consecutiva, luego que la variación de 2,8% registrada en el segundo trimestre también fuera mayor que la prevista.

Agrega que el 0,4% de crecimiento de la Zona Euro estuvo acorde con lo anticipado, mientras que el -0,6% de Francia y 0,8% de Portugal fueron menores que lo proyectado.

Las economías emergentes presentaron una situación mixta. En efecto, Malasia, la República de Corea y Singapur exhibieron un crecimiento mayor que el esperado, mientras que Tailandia, Hong Kong y Taiwán, lo hicieron por debajo de lo previsto.

En lo atinente a Estados Unidos de América, señala que el consumo real se ha moderado a propósito de las declaraciones de la señora Janet Yellen relativas al grado de cautela sobre el retiro del QE y hace notar su alta correlación con la creación de empleo, cuyo último dato se sitúa en torno 200 mil puestos de trabajo; como también, con los salarios reales.

En materia de inflación, expresa que el IPC y PCE han tendido a reducirse, despertando un grado de preocupación por una eventual situación deflacionaria.

Hace presente que la situación del mercado laboral en la Zona Euro es bastante más crítica que en Estados Unidos de América, porque su tasa de desempleo ha aumentado hasta un nivel en torno a 12% y su inflación se sitúa en una cifra algo por debajo de 1%.

En Japón, en tanto, se advierte bastante estabilidad en la tasa de desempleo y el IPC figura excepcionalmente en terreno positivo, no así el IPC subyacente. Comenta que la diferencia entre ambos índices es atribuible al precio de la energía y se relaciona con las dificultades que ha tenido esa economía en materia de energía nuclear.

Tratándose del Reino Unido, señala que la tasa de desempleo se ha mantenido en un nivel persistentemente alto, en torno al 8%, llevando al Bank of England a plantearse una meta en ese sentido. Añade que la inflación continúa en un nivel algo superior a 2%, influida por algunos elementos asociados a productividad. Sobre este aspecto, plantea que los salarios han mantenido una trayectoria de crecimiento que no es coherente con la baja productividad que se observa en esa economía, en torno a cero, sino negativa, lo cual genera presiones en materia de precios.

En lo concerniente a Europa, se percibe cierta presión sobre Alemania, al no haber dado suficiente impulso para la recuperación de la economía de esa región, ya que su inflación cae, en línea con lo que acontece en otros países; y el consumo, si bien se ha recuperado, se sitúa por debajo del 2%, explicando también el estancamiento de la producción industrial.

En cuanto a China, destaca que el PIB fue ligeramente mayor que lo esperado y las exportaciones e importaciones recuperan algún dinamismo. En el caso específico de las exportaciones, exhiben un aumento hacia las economías avanzadas en particular, y también hacia las economías emergentes, aunque las cifras no son comparables con las observadas a partir del año 2010. Añade que en lo futuro, un indicador líder da cuenta de que la actividad debería converger hacia un 7%, en coherencia con las proyecciones para el año 2014.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, indica que en América Latina se observan movimientos mixtos en materia de actividad. En este aspecto, destaca el magro desempeño en México, que muestra una caída en su producción industrial, mientras las ventas minoristas se sitúan en terreno negativo; sin embargo, su PMI manufacturero se ubica por sobre el pivote de 50, dando cuenta de una expectativa algo más positiva, y su tasa de desempleo muestra estabilidad.

A continuación, el señor Sergio Lehmann presenta un conjunto de gráficos que exhiben las trayectorias de crecimiento de largo plazo de las principales economías y regiones del mundo, elaboradas a partir de información de *Consensus Forecast*. De acuerdo con ello, el crecimiento de Estados Unidos de América converge a 2,5% y el de la Zona Euro a un nivel en torno a 1,5%. En Asia disminuye, en línea con la economía china que sería bastante menos dinámica y alcanzaría un crecimiento en torno a 6% hacia el año 2023. La menor actividad china incidiría también en el crecimiento de otras economías, particularmente, las exportadoras de *commodities*. Agrega que Perú crecería en torno al 5% y Chile, 4,5%.

En materia de inflación, hace referencia a los riesgos de deflación en las economías desarrolladas, como también en América Latina, pero en un grado menor. En contraposición, Turquía e Indonesia figuran con niveles de inflación que exceden el techo de sus respectivos rangos meta.

En lo atinente a política monetaria, hace notar el predominio de las mantenciones de las tasas rectoras y las sorpresivas rebajas de 25 puntos base, acordadas en Chile y en Perú, así como también por el Banco Central Europeo, que además extendió la LTRO. Agrega que los bancos centrales de Hungría y México efectuaron recortes de igual magnitud y que Indonesia e India, que enfrentan problemas inflacionarios, acordaron incrementos de 25 puntos base en su tasa rectora.

En cuanto a variaciones de las TPM en los próximos tres meses, se esperan rebajas en Chile y Hungría, y alzas en las economías que enfrentan problemas de inflación, tales como Brasil, India y, eventualmente, Indonesia e Israel. En Estados Unidos de América, Japón y la Zona Euro no se proyectan aumentos antes del año 2015, mientras que en el caso particular de América Latina, se advierte una política monetaria más expansiva frente a lo esperado un mes atrás, especialmente en el horizonte del año 2014.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación haciendo referencia a los principales acontecimientos en materia de *commodities*. En primer lugar, resalta el nuevo retroceso del precio del petróleo, en medio de un mercado holgado en Estados Unidos de América; que el precio del petróleo Brent exhibe una caída menor que el del petróleo WTI ante persistentes interrupciones de su producción en Libia y una menor de los países que integran la OPEP; y que el *spread* WTI-Brent se vuelve a ampliar, situándose en torno a US\$15 por barril.

En segundo término, señala que el precio del cobre disminuyó desde la Reunión anterior; que en China, las importaciones de refinados del metal retroceden, mientras que su producción tiende a aumentar; y que los inventarios de cobre caen en la Bolsa de Metales de Londres y aumentan en la Bolsa de Shanghái.

Asimismo, indica que los precios de granos retrocedieron, con motivo de cosechas favorables.

Por último, precisa que el índice FAO registró un incremento de 1% en el mes de octubre, liderado por el alza del precio del azúcar, la que se explica a su vez por problemas de cosechas en Brasil, que es el mayor productor y exportador mundial de ese producto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a las variaciones de precios observadas desde la Reunión pasada, destaca el predominio de los movimientos a la baja, en especial, la caída del precio del petróleo WTI y del trigo, de 7,5% y 4,1%, respectivamente. Acota que las excepciones estuvieron dadas por las alzas moderadas del precio del arroz, celulosa y soya.

Agrega que las perspectivas acerca de precios de alimentos son inferiores a las observadas en la Reunión anterior, lideradas fundamentalmente por menores precios de cereales y carne, aun cuando en el margen, el precio agregado del índice FAO tendió a subir, explicado en gran parte por el alza del precio del azúcar, mencionada precedentemente.

Al concluir su presentación, el señor Sergio Lehmann informa que la trayectoria de precios del petróleo WTI se ha corregido a la baja, en medio de un mercado holgado, y que se mantienen las referidas al precio del petróleo Brent, gasolina y del gas licuado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y, a continuación, concede la palabra para consultas y comentarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que el fenómeno generalizado de baja inflación que afecta también a la economía chilena, no se ajusta a ninguna teoría económica de aquellas medianamente conocidas. De hecho, menciona que a pesar de que las políticas monetarias han sido hiperexpansivas en los países más desarrollados por un tiempo prolongado, la inflación no se normaliza. En su opinión, es preciso efectuar un análisis más novedoso y extraer algún elemento de la experiencia japonesa, en especial, si aumenta la probabilidad de ocurrencia de un episodio de deflación.

Plantea que en materia de actividad, se presentan dos alternativas. De acuerdo con una visión optimista, la velocidad de crecimiento de las economías emergentes sigue siendo mayor que la de los países desarrollados y, además, las perspectivas de crecimiento para el próximo año para todos ellos son mejores que las del año en curso. Conforme al discurso pesimista, en tanto, Estados Unidos de América ha crecido menos de lo proyectado; Europa no repunta, mientras que en el mundo emergente se presentan claros signos de desaceleración estructural, partiendo por China, cuyas perspectivas de crecimiento de mediano plazo han disminuido en poco tiempo desde cifras superiores al 8% a 7%; y, además, si bien los indicadores mejorarán el próximo año, las perspectivas de mediano plazo de crecimiento mundial se han deteriorado frente a lo esperado hace algún tiempo.

En su opinión, el discurso pesimista, específicamente la evidente desaceleración estructural que exhibe China, es más relevante y entrega señales para efectos de la toma de decisiones por parte del Consejo.

Por otra parte, señala que el *tapering* de Estados Unidos de América, esto es, el inicio del retiro de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal, se ha vuelto a postergar, lo mismo que el aumento de tasas de interés en el Reino Unido y Europa. En ese sentido, indica que para efectos nuestros, la señal relevante es que la economía mundial no será una fuente de impulso de crecimiento por un período importante.

Por consiguiente, será necesario mantener la competitividad de la economía chilena, por la existencia de espacios que son más reducidos y por la probabilidad que las tasas de interés en el resto del mundo permanezcan bajas por un período mayor que el proyectado, lo cual resulta complejo para nuestra economía.

A título de síntesis, manifiesta que el panorama económico mundial no ha cambiado mayormente desde la Reunión pasada, pero sí se ha deteriorado respecto de comienzos del presente año, cuando se pensaba que China seguiría creciendo fuertemente y se anticipaba la recuperación de Estados Unidos de América.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial resalta la inexistencia de grandes novedades desde la última Reunión, sin perjuicio de lo cual destaca la moderación de la inflación, motivada por la caída de los precios de la energía y de los *commodities*. En China, en cambio, si bien no exhibe registros elevados, es notable el alza que han experimentado los precios de las viviendas.

En materia de tasas de interés, indica que su lectura de las tasas largas en Estados Unidos de América es que alcanzaron un punto relativamente alto, que generó algún grado de preocupación, luego bajaron en tanto se advirtió que el *tapering* se alejaba; y, actualmente, se ubican muy cerca de ese punto más elevado, a pesar del discurso de la señora Janet Yellen. En su opinión, lo sorprendente es que, a pesar de los mensajes de moderación, las tasas de interés no hayan experimentado una disminución mayor y, por lo tanto, estarían marcando el inicio de la normalización de las tasas largas en dicho país, más allá de la decisión de la propia Reserva Federal.

En lo concerniente a China, plantea la conveniencia de efectuar un seguimiento de las reformas anunciadas recientemente. En el corto plazo, en tanto, estima que la fuente de mayor preocupación radica en el alza que exhiben los precios de las viviendas y el riesgo de que pueda traducirse en una restricción crediticia en algún plazo no muy lejano, en especial, atendidas las proyecciones de crecimiento de esa economía para el próximo año.

Por otra parte, destaca que los CDS de España hayan caído por debajo de los de Italia, lo que a su juicio, daría cuenta de una situación del sector real que puede ser de interés.

Por último, plantea la conveniencia de analizar los escenarios de largo plazo cada cierto tiempo. En su opinión, el panorama económico se ha tornado algo menos auspicioso, lo cual es bienvenido, atendido que la economía mundial estaba creciendo a un ritmo que no era sostenible, reflejándose en alzas de precios de *commodities* muy significativas, y porque la convergencia no podía continuar materializándose a la velocidad que lo estaba haciendo, especialmente si el mundo desarrollado continuaba creciendo cerca de su potencial.

El Consejero señor Sebastián Claro comparte la opinión expresada por los señores Consejeros que lo antecedieron en cuanto a que no existen novedades relevantes desde la Reunión anterior para efectos de la decisión de política monetaria que debe adoptarse en esta oportunidad.

En cuanto al tema de inflación, señala que en los países desarrollados, la actividad cae después de varios años y explica, por tanto, los bajos registros de inflación.

Plantea que para efectos de nuestros modelos y estimaciones, podría ser importante efectuar una corrección del nivel del PIB potencial en las economías desarrolladas bajo el supuesto que existe una brecha de 3 o 4 puntos que no se va a recuperar, y no centrar la visión únicamente en las tasas de interés, que presumiblemente permanecerán bajas por largo tiempo.

En relación con las economías en desarrollo, estima que este ciclo tiene una diferencia muy fundamental respecto de otros y que podría explicar las razones por las cuales las economías en desarrollo también muestran, en general, baja inflación. Ello radica en que por primera vez, un ciclo externo muy negativo se ha tornado positivo para ellas y generado una apreciación cambiaria, en lugar de una depreciación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por último, manifiesta su sorpresa por el pesimismo existente entre los presidentes de bancos centrales que asistieron el fin de semana pasado a la reunión organizada por esta Institución, acerca del efecto del retiro de QE sobre los países emergentes. En su opinión, Chile se encuentra en buenas condiciones para enfrentar el cambio de las condiciones financieras externas, no así otras economías emergentes, lo cual se suma a la debilidad que presentan los países desarrollados.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que el escenario actual da cuenta de una normalización en materia de crecimiento mundial, condiciones financieras y precios de materias primas. En su opinión, es probable que la baja inflación que se observa en las distintas regiones responda a esos factores más que a un debilitamiento extremo de la economía mundial.

Hace presente que desde el punto vista de nuestra economía, sus implicancias son algo adversas en el corto plazo, porque significan un ajuste a condiciones menos favorables. No obstante, es preciso tener presente que al final resulta positivo restablecer el equilibrio entre las tasas internas y externas, como también, disminuir las altas brechas existentes entre ellas.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan estima que de los temas mencionados previamente, dos de ellos son relevantes para la decisión de la presente Reunión, así como también para el próximo Informe de Política Monetaria, IPoM.

Indica que el primero dice relación con las alzas del tipo de cambio, del costo de fondeo externo y de las tasas de largo plazo internas en varios países emergentes. A título ejemplar, comenta que en Colombia las tasas largas han subido más de 200 puntos base, lo que hace prever un impacto mayor en la actividad que lo que se refleja en las expectativas de consenso. Agrega, que en una situación similar se encuentran Perú y México. En su opinión, la contracción de estos países debería ser incorporada en nuestro escenario, porque eventualmente podría conducir a contracciones mayores que las estimadas en la actualidad.

En segundo término, plantea que los datos más recientes de China en materia de precios sugieren que el sector inmobiliario mantiene su dinamismo, lo cual constituye un factor de preocupación para las autoridades de esa economía, que han adoptado un conjunto de medidas con el objeto de impulsar un cambio desde el financiamiento que otorga el sector financiero informal a otro que ofrezca el sector financiero formal, de tal forma que el primero no constituya una fuente de riesgo al interactuar de manera perversa con las finanzas públicas, especialmente a nivel regional. En su opinión, no resulta obvio que dicho cambio no genere una desaceleración más marcada de la demanda interna y de las exportaciones, y un posible subcumplimiento de las metas de crecimiento que se han impuesto las autoridades de ese país.

El señor Kevin Cowan enfatiza que los problemas que enfrentan las economías emergentes sugieren que la contracción de su crecimiento podría ser mayor que lo proyectado hasta esta fecha.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda hace notar que el patrón estacional del mercado de la gasolina internacional, sobre todo en Nueva York, estaría cobrando una creciente importancia. Plantea que de acuerdo con dicho modelo, el precio de las gasolinas cayó en los últimos dos meses y debería comenzar a exhibir alzas en los meses venideros.

Sobre este aspecto, consulta si dicho patrón estacional se encuentra incorporado en las proyecciones de la inflación de los mercados internacionales y la medida en que podría explicar el riesgo deflacionario a que se ha aludido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Rodrigo Vergara se refiere a la baja inflación a nivel internacional y sus efectos en la inflación doméstica.

Asimismo, expresa que en el marco de la reciente reunión de presidentes de bancos centrales que organizó esta Institución, varios de ellos manifestaron que ya se percibía una menor actividad en sus respectivos países y que además las tasas de interés y los tipos de cambio habían subido, razón por la que era esperable que dichas alzas tuvieran algún efecto sobre sus respectivas economías.

Por último, hace referencia al cambio de autoridades económicas en Argentina anunciado en el día de ayer, específicamente del Ministro de Economía y del Presidente del Banco Central de ese país, cuya lectura inicial es de una radicalización de posturas. Sobre este aspecto, solicita a los personeros de la Gerencia de División Estudios que presenten un breve recuento de las reacciones y opiniones publicadas en la prensa, en la reunión de coyuntura del día jueves próximo.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera se refiere al PIB potencial de Estados Unidos de América y de otras economías avanzadas. Sobre este aspecto, alude a un estudio realizado por el Fondo Monetario Internacional sobre el comportamiento del producto y las recuperaciones de brechas después de las crisis financieras y, en general, concluye que se genera un efecto de nivel, es decir, no se registra una recuperación plena, por cuanto las crisis financieras son seguidas de un período de escasa inversión y de bajo crecimiento de la productividad.

Agrega que en esta misma línea, el Bank for International Settlements, BIS, ha relacionado las brechas de producto con la de crédito, en el sentido de que también pueden producirse efectos por el lado de la oferta. Conforme a lo expuesto, si hay una sobreexpansión del crédito por algún tiempo, se generan algunos efectos positivos sobre la oferta y las inversiones en distintos sectores de la actividad, pero una vez que colapsan, no se vuelven a recuperar.

En relación con los temas de riesgo de deflación, plantea que no solo hay componentes de demanda que inciden en él, sino que también factores de oferta, especialmente de materias primas. A título ejemplar, indica que el mercado de energía en Estados Unidos de América y el de metales, como el que se observa en Chile, dan cuenta de una expansión de la oferta que está incidiendo en los precios de manera relevante. Añade que otras variables, como los salarios, también muestran esta tendencia a no generar inflación.

En lo concerniente a las tasas largas en Estados Unidos de América, expresa que personeros del Fondo Monetario Internacional plantearon en el mes de octubre último que las tasas vigentes a esa fecha, que son similares a las actuales, tenían incorporado el término del QE, porque había desaparecido el premio por riesgo. Agrega que las tasas vigentes son coherentes con la trayectoria que el mismo Comité de Política Monetaria había anunciado para la tasa de los fondos federales, y que si bien podrían volver a aumentar, la corrección que se produjo entre mayo y estos niveles constituye un premio anormalmente bajo de riesgo de madurez y por lo tanto, actualmente exhiben nuevamente niveles normales.

El señor Sergio Lehmann informa que para efectos del cálculo del precio de la gasolina, se introduce como insumo la trayectoria que se deriva de los precios futuros, los que incorporan la estacionalidad a la que hacía mención el señor Rodrigo Cerda. Sin perjuicio de ello, hace notar que siempre existe el riesgo de que el precio sea algo menor, como resultado de aumentos significativos en la oferta de petróleo y de la capacidad de refinación en Estados Unidos de América y, en este sentido, consigna que ello forma parte de los escenarios de riesgo que se están evaluando para efectos del próximo IPoM. Por último, indica que la trayectoria que está incorporada en las proyecciones de la inflación local contempla un incremento del precio de la gasolina producto de la estacionalidad en ese país.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación refiriéndose a los hechos destacados del escenario interno.

Indica que la revisión de las cifras de actividad de la primera parte del año y el dato de Cuentas Nacionales del tercer trimestre, si bien no modifican sustancialmente las perspectivas de crecimiento para este año, reflejan un cambio de composición, especialmente, en lo concerniente al PIB de recursos naturales que exhibe un comportamiento más dinámico del contemplado en el IPoM del mes de septiembre, mientras que los sectores Resto presentan crecimientos menores que los estimados previamente.

Expresa que el crecimiento de la demanda interna se reduce significativamente en el tercer trimestre, en lo que ha incidido una notoria desacumulación de inventarios y el menor crecimiento de la inversión y el consumo.

Agrega que las expectativas de las empresas se mantienen en torno a niveles neutrales, aun cuando algo más pesimistas que a comienzos de año, en circunstancias que las atinentes a las personas siguen optimistas.

Por su parte, el mercado laboral se mantiene estrecho, la creación de empleos se desacelera, aunque los salarios exhiben aún algo de dinamismo.

En materia de inflación, señala que el registro del mes de octubre estuvo por sobre lo esperado con motivo de alzas en los precios de alimentos, pero aun así, fue un registro bajo, influenciado por un descenso de los precios de combustibles.

Destaca que el tipo de cambio experimenta una fuerte depreciación desde la última Reunión, que se ha traducido en una depreciación real del peso chileno mayor que las que exhiben las monedas de otros países.

Por otra parte, indica que las tasas de los instrumentos de renta fija cayeron de manera importante tras el recorte de tasa rectora acordado en la Reunión pasada, lo que implicó una corrección significativa de la trayectoria implícita que tiene el mercado. De hecho, la curva *forward* anticipa hasta tres recortes adicionales de 25 puntos base de dicha tasa desde esta fecha al mes de julio próximo.

A título de último hecho destacado del mes, expresa que para esta Reunión, el mercado se encuentra dividido respecto de la decisión de política monetaria. De acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, se espera que se mantenga la TPM, aunque no en forma unánime, y otras encuestas plantean mayoritariamente un recorte de la tasa rectora.

A continuación, el señor Claudio Soto exhibe la tabla que se contiene en la lámina N° 37 de la presentación, que permite comparar las cifras de actividad y demanda contempladas en el último IPoM; las nuevas cifras de Cuentas Nacionales; y las del tercer trimestre del año en curso, que consideran la proyección efectuada con motivo de dicho Informe y los datos efectivos.

Hace notar que en la primera parte del año, el PIB no presenta cambios relevantes, ya que la cifra del primer trimestre se corrigió levemente al alza y la del segundo, algo a la baja. En su opinión, el aspecto más significativo lo constituye la corrección a la baja del consumo privado, que disminuyó desde 6,8% a 6,5% en el primer trimestre y de 7,0% a 6,5% en el segundo.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto al tercer trimestre del año, consigna que no se advierten grandes sorpresas en materia de actividad, que se corrige desde el 4,8% contemplado en el IPoM a 4,7%, pero sí en términos de la composición. En efecto, el PIB de recursos naturales crece desde el 5,6% considerado en dicho Informe a 7,6%, mientras que el PIB de sectores Resto disminuye desde 4,4% a 4,0%.

Hace presente que el mayor crecimiento de recursos naturales se ve reflejado en las exportaciones, que también sorprendieron al alza. De hecho, precisa que las exportaciones de bienes y servicios se incrementaron al 13,1%, frente al 7,8% contemplado en el IPoM.

En lo concerniente a la demanda final, manifiesta que da cuenta de una sorpresa a la baja por el menor dinamismo del consumo y una inesperada caída de las importaciones de maquinarias y equipos que se relaciona con la corrección de la información sobre compra de aviones que se recibe mensualmente, ya que actualmente no se incluyen en el balance de LAN Airlines en Chile, sino que en Brasil. Además, se registraron sorpresas en otros componentes de las importaciones de maquinarias y equipos, llevándolas a exhibir un crecimiento en el trimestre de solo 1,3%, versus el 6,2% que se había considerado en el IPoM. Precisa que lo anterior se vio reflejado en las cifras de importaciones de bienes y servicios, que en vez de crecer un 7,0%, lo hicieron únicamente en 2,9% en el tercer trimestre del presente año.

Por último, destaca la significativa desacumulación de inventarios, que se tradujo en una incidencia en el PIB de -3,4%, en vez de -1%; y en un crecimiento del gasto interno, que fue de solo 1,3%, frente al 4,4% considerado en el IPoM.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la reducción de existencias corresponde a bienes exportables o de otra clase, respondiendo el señor Claudio Soto que su gran componente es minería, pero también proviene del sector industrial.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación señalando que las velocidades de crecimiento de los sectores Resto durante este año han sido, en promedio, más bajas que las observadas el año pasado y que una situación similar exhiben las velocidades de la demanda final. De hecho, manifiesta que la economía se aceleró hacia el término del año pasado, pero experimentó una corrección importante desde comienzos del presente ejercicio. Añade que las tasas de crecimiento promedio del consumo han estado en torno a 6%, algo menores que las registradas el año 2012, pero sus velocidades son claramente más bajas, lo cual sugiere que en los meses venideros se observarán tasas de crecimiento que podrían ser algo inferiores a 5%.

Asimismo, plantea que en el mes de septiembre, la actividad mostró una significativa contracción en el margen, sorprendiendo no solo al mercado sino que también a la proyección interna. En todo caso, hace la salvedad que la lectura del dato de dicho mes podría estar distorsionada por la influencia del factor desestacionalización y los ajustes de días hábiles, atendida la incorporación de los feriados irrenunciables en el último tiempo.

En materia de expectativas, menciona que las correspondientes a las empresas se mantienen en terreno neutral, pero claramente por debajo de lo observado a comienzos de año; que el principal ajuste lo presenta el sector construcción y en menor grado el sector industria; y que el comercio tuvo un ajuste importante hace cuatro meses, pero en los últimos tres registros exhibe una cierta tendencia al alza. Por su parte, las expectativas de los consumidores se mantienen en niveles optimistas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que la masa salarial todavía presenta tasas de crecimiento relativamente estables, pero en el margen se advierte un grado de desaceleración del empleo. Sobre este aspecto, plantea que el empleo asalariado exhibe signos de desaceleración en los últimos meses, mientras que el empleo por cuenta propia se estabiliza luego de haber experimentado un alza sostenida, lo cual sugiere que las tasas de crecimiento del empleo deberían tender a moderarse en los próximos meses. Los salarios, por su parte, presentan ciertas reducciones en sus tasas de crecimiento.

En lo relativo a la inversión, señala que de acuerdo con el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital, que corresponde al del mes de septiembre, la inversión en construcción y obras de ingeniería se revisó a la baja para este año y al alza por el período 2014-2015 con motivo de la postergación de algunos proyectos. Agrega que en el margen, los despachos de hormigón y cemento registraron una notoria desaceleración en el mes de octubre, luego de haber presentado un cierto rebote en los meses previos.

El señor Claudio Soto manifiesta que las importaciones sorprendieron a la baja en el mes de octubre, debido a la significativa actualización de las cifras de LAN Airlines en materia de aviones y menores importaciones de maquinarias y equipos orientados a la minería y construcción. Puntualiza que algunos indicadores, tales como las ventas mayoristas ligadas a la inversión y la producción local orientada a la inversión, muestran una tendencia a la baja, mientras que las importaciones de maquinarias y equipos exhiben cierta estabilidad, lo cual anticipa bajas tasas de crecimiento en los próximos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si es correcto señalar que las importaciones de aviones efectuadas por LAN Airlines que se contabilizaban como inversiones e importaciones chilenas, ahora lo serán como importaciones e inversión brasileña.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña señala que LATAM Airlines Group habría cambiado el modelo de negocio, desde la importación directa de aviones y su contabilización en el balance en carácter de inversión, al arrendamiento directo de aeronaves desde su matriz en Brasil, con lo cual no se contabilizarán en el balance de LAN Airlines en Chile.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán destaca que el cambio en el referido modelo de negocio se traduce en un tema meramente contable, por lo que consulta acerca de los efectos de descontar los aviones desde el punto de vista de la cuenta corriente.

El señor Claudio Soto señala que al descontar los aviones se observa una sorpresa al alza, pero que, en general, se advierten niveles bastante estables, agregando que incluso se esperan tasas de crecimiento negativas por efectos base, lo que se suma al diagnóstico en materia de producción local destinada a la inversión y ventas mayoristas orientadas a la inversión que da cuenta de una caída importante. Por lo tanto, las menores importaciones no obedecen únicamente al tema referido a la contabilización de los aviones.

En lo atinente a las exportaciones, destaca que en los meses previos a octubre se observaron tasas de crecimiento bastante elevadas. En octubre, en cambio, la tasa de crecimiento fue negativa, pero por un efecto base de comparación alto, atendido que el año pasado y como resultado de los paros portuarios en el mes de septiembre, aquellas exportaciones que debieron materializarse en dicho mes, lo hicieron al mes siguiente. En todo caso, previene sobre un grado de moderación en el dinamismo de las exportaciones después de haber tenido sorpresas importantes al alza en el tercer trimestre.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Claudio Soto indica que como resultado de la revisión al alza de la balanza comercial en el tercer trimestre del presente año, la cuenta corriente también sorprendió en esa dirección. Precisa que luego de acumular un déficit en torno a 4 puntos del PIB en los dos primeros meses del año, alcanza al 3,4% del producto en el tercer trimestre, lo cual va a implicar revisiones en la proyección de la cuenta corriente para el presente año.

Informa que en materia de proyecciones para el presente año, se mantienen aquellas contempladas en el IPoM, esto es, el crecimiento alcanzaría a 4,3%, pero con un cambio en la composición, en que el PIB de recursos naturales crecería 5,1%, frente al 4,2% considerado en dicho Informe, y el crecimiento del PIB Resto disminuiría de 4,2% a 4,0%.

Por su parte, la demanda interna se corrige de manera importante por concepto de revisión de existencias, ya que en el caso de la demanda final, en el IPoM se contemplaba un crecimiento del consumo privado de 6,1% y actualmente se anticipa un 5,7%; y tratándose de la inversión, la corrección más importante es la referente a maquinarias y equipos, desde 6,5% a un 4,0%.

En lo concerniente al cuarto trimestre, se esperaba una tasa de crecimiento de -5,5% para la inversión en maquinarias y equipos; no obstante, ha sido revisado a -8,5%, dando cuenta de las sorpresas provenientes de los componentes distintos de aviones y de los efectos del cambio en la forma de contabilizarlo en el caso de LAN Airlines en nuestro país.

Por último, reitera que la cuenta corriente acumula un déficit de 3,4% al tercer trimestre del presente ejercicio, ya que en ese periodo se produjo una sorpresa cercana a 3 puntos del PIB trimestral, vinculada a la desacumulación de existencias, lo que se explica a su vez por el aumento de las exportaciones y el menor dinamismo de las importaciones. Con ello, la proyección del déficit para este año se ha corregido en una magnitud algo mayor que un punto, desde -4,5% a -3,4%. En cuanto al cambio en la contabilización de los aviones, comenta que su efecto no sería superior a dos décimas.

En lo referente al mercado laboral, alude nuevamente a la desaceleración del empleo; y en cuanto a los salarios, comenta que en el mes de septiembre registraron una variación mensual acorde con los patrones históricos y con ello, su crecimiento anual aumentó moderadamente tanto en términos anuales como reales.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto destaca la significativa depreciación del tipo de cambio desde la Reunión pasada, superior a lo que permiten explicar los fundamentales, en este caso, las tasas de interés y el movimiento generalizado del dólar estadounidense. Destaca que la depreciación del peso ha sido más intensa que la de una canasta de monedas y agrega que el tipo de cambio real se ubica hoy en torno a 93, esto es, alrededor de un 4% más depreciado que en la Reunión pasada.

En lo concerniente a la inflación, expresa que el IPC registró una variación acotada de 0,1% en el mes de octubre, explicada principalmente por las disminuciones en los precios de combustibles, pero que fueron compensadas parcialmente por el alza de precios de alimentos. Añade que si bien la inflación subyacente también exhibió una variación acotada, marca un leve aumento en su tasa de crecimiento anual.

En relación con las proyecciones internas, informa que las sorpresas se concentraron en la parte de alimentos. En efecto, se estimó que dichos precios tendrían una incidencia de 0,2 puntos porcentuales por los factores climáticos y algunos estacionales, pero la variación efectiva alcanzó a 0,39 puntos porcentuales.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que la caída de los precios de los combustibles superó las proyecciones en 0,02 puntos porcentuales, incididos por las reducciones de precios internacionales. En cuanto a las variaciones futuras, indica que para esta semana se espera un alza de \$13 en el precio de los combustibles y mayor estabilidad en adelante, porque se combina la depreciación del peso chileno con precios internacionales a la baja. En cuanto al precio de alimentos, se registraría un alza muy leve frente a lo estimado con ocasión del último IPoM.

Plantea que en relación al mes de octubre, la proyección de inflación se ha corregido al alza en una décima principalmente por la parte subyacente, cuyos componentes de bienes y algunos componentes de servicios se han revisado al alza por el tema cambiario.

Añade que las expectativas de inflación de corto plazo se han reducido, tal como se desprende de los seguros de inflación a seis meses, dando cuenta que la depreciación del tipo de cambio no tiene una incidencia significativa, como sí lo tendrían las caídas de los precios de las gasolinas a nivel internacional. A mediano plazo, no se advierten cambios importantes, pero las inflaciones a doce meses que se infieren de las encuestas se han corregido a la baja, lo que es más notorio en el caso de la Encuesta de Operadores Financieros, que anticipa una inflación en torno a 2,5% a doce meses.

Por su parte, las expectativas que se extraen de los precios financieros anticipan que disminuyen y se ubican bajo 3% anual en el horizonte de política.

El señor Claudio Soto resalta el comportamiento de las tasas de mercado de los instrumentos renta fija en el último mes. A título ejemplar, señala que los bonos a dos años registraron caídas del orden de los 50 puntos base y aquellos a diez años plazo, entre 0,2 y 0,3%.

Indica que lo anterior se ha visto reflejado en las perspectivas que se desprenden de la curva *forward* para la trayectoria de tasas de interés, que anticipan hasta tres recortes adicionales de 25 puntos base de la TPM desde esta fecha hasta el mes de julio del próximo año, oportunidad en que alcanzaría a 4% anual.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado está relativamente dividido, ya que de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, la mayoría estima que se mantendrá la tasa rectora, pero una fracción relevante cree que se acordará un recorte de 25 puntos base; mientras que conforme a la Encuesta de Operadores Financieros, un porcentaje menor de encuestados espera que la tasa no varíe y otro mayor, que el Consejo optará por un recorte de 25 puntos base. Por último, alrededor del 70% de las personas que respondieron la encuesta Bloomberg consideran que se acordará una rebaja de esa magnitud.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y, a continuación, ofrece la palabra para consultas y comentarios.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la economía ha evolucionado conforme a lo anticipado, sin perjuicio de lo cual destaca que la velocidad de ajuste del gasto ha sido muy significativa. En razón de lo expresado, plantea la conveniencia de efectuar el seguimiento de una posible intensificación de la desaceleración en los meses venideros, atendido que el planteamiento del Consejo en materia de política monetaria se fundamenta en que el crecimiento converge a una tasa del orden del 4%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otro lado, plantea que la composición del crecimiento estaría adquiriendo un sello positivo, por cuanto las exportaciones se ven dinámicas y las importaciones disminuyen, de manera que estaría teniendo lugar un ajuste, lo que es favorable.

El Consejero señor Joaquín Vial observa que se estaría registrando definitivamente una desaceleración de la demanda final. En su opinión, si bien existe el riesgo de que se intensifique la desaceleración, por el lado de la inversión se produjeron noticias auspiciosas en cuanto a la reactivación de algunos proyectos mineros que se habían postergado.

En materia laboral, comenta que el mercado del trabajo se mantiene bastante estrecho y en este sentido, expresa su preocupación por que los salarios no se desaceleren, ya que en la medida que ello no ocurra, se traducirá en una compresión de márgenes y en un ajuste que probablemente sería por cantidad más que por precios. A su juicio, se trata de un tema que se encuentra pendiente y que podría ser complejo.

Además, destaca la significativa mejora de la cuenta corriente, influida mayormente por las cifras del tercer trimestre, por lo que en su opinión, sería conveniente contar con la proyección de la cuenta corriente a precios de tendencia.

Por último, considera que un tema que también ameritaría ser analizado se refiere al efecto que tienen sobre la actividad y la demanda los diversos feriados irrenunciables que se concentran en el período comprendido entre los meses de septiembre y noviembre.

El Consejero señor Sebastián Claro comparte la apreciación de los señores Consejeros que lo han antecedido en cuanto a que la actividad y demanda exhiben una desaceleración gradual. En su opinión, si bien no se puede descartar una sorpresa en este sentido, no existiría espacio para suponer un cambio mayor de escenario del que se ha venido anticipando en los últimos IPoM.

En segundo lugar, alude al aumento de la producción y de las exportaciones de cobre y, en este sentido, expresa que no solo el mercado espera una mayor producción de este metal, sino que los informes del mercado mundial de cobre también lo anticipan, lo cual es relevante para fines del análisis del crecimiento del año 2014. En su opinión, el próximo IPoM contemplará una proyección de crecimiento que va a reflejar un PIB Resto que dará cuenta de la desaceleración antedicha, por lo que la mayor producción y exportación de cobre permitirían mantener tasas de crecimiento razonables.

Por último, hace referencia a las declaraciones efectuadas por el Gerente General de una empresa bancaria establecida en Chile, quien manifestó que el crédito exhibe una clara desaceleración, por lo que solicita al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto que profundice sobre el aspecto referente a la trayectoria del crédito en cuanto a montos y tasas de interés.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención destacando las presentaciones sobre los escenarios internacional e interno.

En primer término, señala que, finalmente, consta una evidencia más clara de desaceleración la que califica de deseada. Expresa que, en su opinión, el único elemento complejo del análisis es el cambio tan relevante en la variación de los inventarios de productos no exportables, porque en la medida que se trate de una reducción no deseada, la desaceleración antedicha no sería tal, de manera que plantea la conveniencia de contar con algún otro antecedente sobre este tema.



En segundo lugar, comenta que la inversión se desacelera y que se proyecta una caída de la variación de inventarios, lo que se compensa con la corrección de la cuenta corriente, lo que se traduce, en términos contables, en que una parte del ahorro nacional estaría creciendo, lo cual también es favorable.

Asimismo, indica que la depreciación del tipo de cambio también la situaría dentro de estos aspectos beneficiosos. En todo caso, consigna que la mayor parte de ella no se explica por los fundamentales, razón por la que plantea la conveniencia de establecer los elementos que la originan, con el propósito de determinar si corresponde o no a variaciones meramente coyunturales, lo que a su juicio reviste importancia para efectos de las proyecciones de inflación y para su análisis global.

El Presidente señor Rodrigo Vergara destaca que las proyecciones internas anticiparon que la desaceleración de la economía sería más notoria en el tercer o cuarto trimestre del presente ejercicio, lo cual se está observando efectivamente.

Hace notar que la proyección de la balanza comercial para el cuarto trimestre del presente año es levemente mayor que lo ya observado en el mes de octubre pasado, lo que implica que en los meses noviembre y diciembre será cercana a cero, lo que es extraño atendido que estos dos últimos meses son elevados por temas estacionales, por lo que plantea la conveniencia de revisar las cifras antedichas.

Por último, solicita antecedentes en materia fiscal, referidos específicamente al porcentaje de ejecución del presupuesto fiscal a esta fecha y lo que se espera a fines del presente año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto procede a dar respuesta a los temas planteados precedentemente.

En relación con el crecimiento del crédito, expuesto por el Consejero señor Sebastián Claro, señala que no se aprecia una ruptura clara y en este contexto, hace presente que si bien se produjeron cambios regulatorios, así como ajustes a la baja en las velocidades que incidieron en las tasas de crecimiento de los créditos de consumo, no se advierte una caída que pueda calificarse de significativa. Consigna que actualmente la tasa de crecimiento de créditos es menor, ya que las que se observaron en el período 2011 – 2012 reflejaron la recuperación de la economía post crisis y, por lo tanto, resulta natural esperar tasas de crecimiento mayores.

Por su parte, los créditos comerciales, en cambio, sí exhiben caídas en sus tasas de crecimiento, asociadas más bien a un cambio en la composición del financiamiento.

En lo concerniente a la balanza comercial, deja constancia del compromiso de esa Gerencia a revisar las cifras correspondientes al período noviembre y diciembre. Sobre este aspecto, expresa que el año pasado, las cifras de exportaciones del mes de octubre estuvieron distorsionadas por el paro portuario del mes anterior, lo cual hace compleja la lectura de los datos del presente año. Además, atendida la sorpresiva alza de las exportaciones que se produjo en el tercer trimestre, se ha supuesto que los niveles de inventarios de minería no les permitirían crecer mayormente hacia fines de año, lo que podría diferir del patrón histórico.

En lo referente al tema cambiario, informa que los supuestos de corto plazo consideran un tipo de cambio estable, cuyo efecto es acotado hasta ahora en las proyecciones, pero atendida la magnitud de la depreciación registrada últimamente, es posible que algunos componentes subyacentes puedan exhibir una inflación mayor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, informa que en lo atinente al gasto fiscal, la ejecución del presupuesto ha estado más bien acorde con lo programado y que, como es habitual, se espera una aceleración en su grado de ejecución en los meses restantes, de manera que se cumpla conforme a lo proyectado.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:05 horas, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión y deja constancia que ella se reiniciará a las 15:30 horas para tratar lo referente a las opciones de política monetaria.

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 204.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de mayo de 2014 se efectuará el día 15 de ese mes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera a fin de que presente al Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado en esta oportunidad.

El señor Luis Óscar Herrera inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos acontecidos desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo concerniente al escenario externo, plantea que las cifras recientes de actividad mundial confirman que las condiciones financieras mejoraron levemente, lo que configura un escenario de recuperación gradual para las economías avanzadas y el crecimiento moderado de las emergentes; que la inflación a nivel internacional mantiene una evolución acotada, lo que ha motivado que los bancos centrales confirmen su compromiso de mantener políticas monetarias expansivas por un tiempo prolongado; que el dólar estadounidense se ha apreciado en forma generalizada en los mercados internacionales, pero especialmente respecto de las economías emergentes; y que la gran mayoría de los precios de materias primas ha mostrado una disminución durante los últimos meses, lo que incluye al cobre y los combustibles.

En lo atinente al plano local, expresa que la actividad económica mantuvo un crecimiento moderado durante el tercer trimestre, acorde con las proyecciones del IPoM; y que los sectores distintos de recursos naturales continuaron creciendo en torno al 4% anual, mientras que el empleo aún conserva su dinamismo.

Hace notar que la desaceleración de la demanda interna continuó durante el tercer trimestre, pero esta vez se observó con mayor claridad en todos sus componentes, incluyendo también el consumo privado; y que la contraparte de este menor crecimiento en el gasto se ha reflejado en un déficit más moderado de la cuenta corriente.

Asimismo, menciona que la inflación mantuvo una evolución acotada en el mes de octubre, y que en materia de expectativas inflacionarias, las de corto plazo disminuyeron, pero se encuentran dentro del rango de tolerancia, y aquellas a 2 años plazo permanecen en torno al 3% anual. Agrega que los salarios nominales continúan creciendo en un 6% anual.

Consigna, además, que el peso se ha depreciado casi 5% frente al nivel observado hace un mes, tanto en relación al dólar estadounidense como en términos multilaterales. Por último, señala que las expectativas de mercado proyectan recortes de la Tasa de Política Monetaria dentro del horizonte de política, aunque para esta Reunión, las opiniones se encuentran divididas. En efecto, algunas de las encuestas muestran que una mayoría anticipa su mantención, mientras que en otras se espera su reducción.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que los antecedentes antedichos llevan a proponer a título de opciones relevantes en esta oportunidad, mantener la Tasa de Política Monetaria en 4,75% anual o recortarla en 25 puntos base a 4,5% anual, en razón de los fundamentos que pasa a exponer.

Indica que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria podría justificarse en que la desaceleración de la actividad y la demanda ha sido gradual y en que las condiciones en el mercado laboral aún son estrechas. En este contexto, señala que la acumulación de mayor información permitiría verificar si estas tendencias recientes de desaceleración se consolidan y profundizan en los meses venideros.

Por su parte, la opción de disminuir la Tasa de Política Monetaria puede justificarse en la consolidación del escenario anticipado en los IPoM de los meses de junio y septiembre, lo que implica menor impulso externo para la economía chilena, una desaceleración de su crecimiento y la postergación de la convergencia de la inflación hacia la meta.

Añade que desde el segundo trimestre del presente año se ha ido asentando un escenario internacional menos expansivo para la economía chilena; y si bien las proyecciones del IPoM avizoran una modesta recuperación del crecimiento mundial durante el próximo año, otros elementos apuntan a un menor impulso desde el exterior, incluyendo la moderación del crecimiento de las economías emergentes, menores términos de intercambio, maduración del ciclo global de inversiones en minería y condiciones financieras internacionales menos favorables.

Las cifras recientes muestran que la economía chilena ha continuado evolucionando a un ritmo moderado, coherente con el escenario delineado en el último IPoM, y que la desaceleración se ha ido extendiendo paulatinamente a todos los componentes de la demanda interna, partiendo por la inversión, luego los inventarios y, más recientemente, el consumo privado. Resalta que este ajuste del gasto interno ha sido suave, lo que es acorde con las estrechas condiciones que prevalecen en el mercado laboral, la alta intensidad de uso de la capacidad instalada y la estabilidad que mostraron los indicadores de endeudamiento durante la fase de expansión de la economía. En efecto, las encuestas de confianza a empresas y consumidores se mantienen dentro del área de optimismo, aunque en un menor nivel al observado en la primera mitad del año.

En lo relativo a la inflación, las presiones inflacionarias han continuado evolucionando en forma moderada durante los últimos meses. Añade que si bien las proyecciones del IPoM y las expectativas del mercado anticipan que la inflación se normalizará hacia el 3% anual dentro del horizonte de proyección, la ocurrencia de esta convergencia se ha ido aplazando a medida que la economía absorbe los efectos de menores precios internacionales de combustibles y otras materias primas, así como una reducida inflación internacional. Plantea que la reciente depreciación del peso chileno contribuirá a compensar parcialmente estos efectos.

Finalmente, señala que tras el recorte de la TPM en la Reunión de Política Monetaria pasada, las tasas de interés de mercado mostraron una reducción a lo largo de toda la curva, contribuyendo a generar condiciones financieras algo más expansivas y el peso chileno se depreció tanto en términos nominales y reales.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de antecedentes y consideraciones expuestas llevan a recomendar en esta oportunidad la opción de reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Señala que aun cuando las opiniones de los analistas sobre esta decisión se encuentran divididas, su efecto debería ser moderado, ya que las expectativas de las Encuestas de Operadores Financieros ya contemplan reducciones futuras, como asimismo, aquellas otras encuestas y precios que se encuentran vinculados a mercados financieros consideran en forma mayoritaria la posibilidad de un recorte en esta Reunión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta su concordancia con la Minuta de Opciones en cuanto a que la mejor alternativa en esta oportunidad es reducir la tasa de interés en 25 puntos base y, junto con ello, dejar constancia de lo señalado en dicho documento en orden a que esta vez se observó una desaceleración más intensa en todos los componentes de la demanda interna, incluido el consumo.

El señor Beltrán de Ramón expresa que reviste especial preocupación para el Banco la baja inflación efectiva del IPC que se encuentra bajo el rango de la meta en los últimos doce meses, con excepción de lo observado entre los meses de julio y agosto, ya que podría inclusive constituir una amenaza latente a su credibilidad en materia de inflación en la medida que ello continúe produciéndose en los meses venideros, lo que se estima que ocurrirá a lo menos en los próximos dos meses.

Hace presente que la inflación esperada al mes de diciembre próximo no solo está situada en un rango de entre 2,20% y 2,25% anual, sino que ha caído en las últimas semanas. Además, hace notar que la baja inflación es un fenómeno mundial aparentemente más persistente que lo estimado inicialmente y, por lo tanto, no puede ser indiferente al Banco Central de Chile, y en este sentido, la forma tradicional de actuar cuando la inflación permanece baja, es la de reducir la TPM.

Asimismo, las expectativas de cambio en la tasa rectora se encuentran divididas para esta Reunión, lo que a su juicio, obedece principalmente al hecho de haberse retirado el sesgo en el Comunicado de la Reunión pasada. A pesar de ello, con posterioridad a dicha Reunión, el número de recortes de tasa esperados por el mercado pasaron de dos rebajas desde 5% a 4,5% anual, a cuatro para alcanzar hasta 4% anual, de las cuales ya se materializó una.

En su opinión, parte de esta caída tan significativa de tasas de interés se debe a datos recientes más débiles, pero también podría obedecer a un cierto grado de confusión que se generó en el mercado al retirarse dicho sesgo. De hecho, en el informe presentado en el día de hoy por la Gerencia de Análisis Macroeconómico en la parte inicial de esta Reunión de Política Monetaria, se advierte claramente que las tasas de los BCP a 2 y 5 años cayeron 25 puntos base desde la Reunión pasada, lo que se materializó en un par de días y añade que siguieron disminuyendo, pero su caída adicional se atribuiría a los datos recientes.

El señor Beltrán de Ramón plantea que una hipótesis sobre esta disminución tan brusca de tasas post RPM, se explicaría por la circunstancia que el mercado estime que el Banco no rebajará la tasa en la oportunidad adecuada, esperándose, por lo tanto, una nueva reducción. A su juicio, ello podría explicar que las expectativas reflejen una caída de al menos 50 puntos base en solo 30 días y es consistente con que la mitad del mercado considere que el Banco disminuirá la TPM en la presente Reunión y la otra mitad, que no lo hará.

En razón de lo expuesto, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón estima que en esta oportunidad, la mejor opción es bajar la TPM en 25 puntos base y reintroducir el sesgo a la baja en el último párrafo del Comunicado, porque los recortes futuros, dados los últimos datos, serán claramente muy concretos y posibles.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y, a continuación, ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que en esta oportunidad coincide con la propuesta de la Gerencia de División Estudios en lo referente a bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, atendidos los siguientes puntos que, a su juicio, son sustanciales para este análisis.

En primer término, indica que la revisión de las cuentas nacionales más otros antecedentes, como la evolución del crédito de consumo, parecen confirmar el escenario de desaceleración de la demanda interna que se venía anticipando hace algún tiempo, pero que de alguna manera no se había manifestado con fuerza en los datos. Expresa que ello respondería al hecho que se esté observando un ciclo en que el consumo está impulsado por condiciones relativamente favorables en la dinámica de ingresos y la evolución reciente de los términos de intercambio, en circunstancias que la evolución futura de ellos apunta a que dicha dinámica debiera desacelerarse.

En relación con lo expuesto, en el plano externo se ha ido confirmando una visión en que la salida del programa de alivio cuantitativo de Estados Unidos de América y el alza de la tasa de interés de corto plazo en ese país pudiese ser más contractiva que lo esperado en las economías emergentes, lo que afectaría tanto a aquellas economías que han mostrado ser particularmente vulnerables al cambio de las condiciones financieras externas, e incluso a las menos vulnerables, en que se han observado alzas importantes en las condiciones de financiamiento, no solamente en dólares estadounidenses, sino que en las de financiamiento de largo plazo en moneda local.

Por otra parte, ciertos indicadores financieros recientes sugieren que China aún enfrenta un fuerte dinamismo en ciertos ámbitos del sector financiero, lo que pudiese redundar en acciones de política que tengan por objeto frenar estos desarrollos en pos de restablecer su equilibrio. En su opinión, no cabe duda que estas acciones pudiesen ser más contractivas que lo esperado por las autoridades chinas, en especial, porque el proceso de liberalización del sector formal de esa economía va avanzando más lentamente que las medidas que buscan frenar el sector informal.

A juicio del señor Kevin Cowan, ambos desarrollos promueven la visión de un menor impulso externo que debiera traducirse en el dinamismo de los términos de intercambio y, por su intermedio, en una desaceleración del consumo.

En ese sentido, y dados los rezagos con que opera la política monetaria, considera razonable continuar con un ciclo de baja de tasas con el propósito de anticipar el efecto de estos *shocks* externos y, en ese sentido, mantener una demanda interna algo más estable que conduzca la inflación a la meta del Banco Central de Chile en el horizonte de política.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan.

Al proseguir con la Sesión, el señor Presidente informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha entregado su planteamiento por escrito, atendido que no podrá asistir a esta Sesión por razones propias de su cargo en el Congreso Nacional, por lo que procederá a su lectura, de manera que quede inserto en el Acta respectiva:

“Desde la última reunión de política monetaria, hemos tenido nueva información que da cuenta de la desaceleración de la demanda interna en la economía chilena, en especial de la inversión. Asimismo, en el plano internacional, destaca la recuperación del mundo desarrollado.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

La Zona Euro confirmó su segundo trimestre consecutivo de crecimiento trimestral positivo, lo que da indicios del final de la recesión. De igual forma, la actividad en Estados Unidos de América mostró un desempeño superior a lo esperado en el tercer trimestre, con signos de aceleración. Por su parte, China creció 7,8% durante el tercer cuarto del año, acelerándose respecto a lo observado en los trimestres previos. En su último reporte, el FMI proyectó una aceleración del crecimiento en 2014, en donde las economías desarrolladas aportarían más que el mundo emergente a este aumento.

En el plano local, las noticias recientes muestran una importante recomposición del crecimiento económico. El consume privado se mantiene creciendo a tasas robustas, aunque se desaceleró a 5,3% en el tercer trimestre, tras un incremento de 6,5% en el segundo. Esta moderación está totalmente en línea con la moderación del crecimiento de la masa salarial, que en ese mismo periodo pasó a crecer 5,4% desde 7%.

Por el lado de la inversión en capital fijo, se observó una importante desaceleración durante el tercer trimestre, explicada fundamentalmente por la fuerte moderación del componente de maquinarias y equipos, situación que ya preveíamos en base a la evolución de las importaciones de bienes de capital. En el tercer trimestre, la formación bruta de capital fijo creció 3,2%, lo que contrasta con el 8,6% del segundo trimestre y el 9,4% del primero. En octubre las importaciones de bienes de capital decrecieron 37,1% anual, lo que si bien se debe fundamentalmente a una alta base de comparación que debiera tender a desaparecer en noviembre y diciembre, nos permite pensar en una contracción en el cuarto trimestre de este año.

Además, hemos observado una importante desacumulación de inventarios que ha aportado negativamente al crecimiento.

Con todo, las exportaciones están creciendo en forma vigorosa mientras que las importaciones se desaceleraron en forma importante, en línea con la desaceleración de las importaciones de bienes de capital, lo que tiene como consecuencias un sano rebalanceamiento del crecimiento que ahora se apoya más en la demanda externa que en la demanda interna y una reducción en forma ordenada y paulatina del déficit de cuenta corriente.

En consecuencia, las señales indican que la desaceleración del gasto interno debería continuar en el corto plazo.

Además, la inflación ha vuelto a caer bajo el rango de tolerancia del Banco Central de Chile. La inflación subyacente se encuentra igualmente contenida, en donde la gasolina registró la incidencia negativa más importante de octubre. En este contexto, parecen no existir presiones inflacionarias relevantes en el corto plazo. Para 2014 las expectativas de inflación se han desviado levemente hacia la baja del medio del rango de política del Banco Central de Chile de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas, con una proyección de 2,7% a fines del próximo año.

Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, se sugiere continuar con el ciclo de reducción de la tasa rectora. La inflación se encuentra por debajo del rango de tolerancia y con este movimiento se contribuiría a mantener un tipo de cambio competitivo, incentivando al sector exportador y permitiendo contrarrestar los efectos de una menor demanda interna."

Concluida la lectura del planteamiento formulado por el señor Ministro de Hacienda y conforme al orden de esta Sesión, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso al proceso de votación de las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios y, en primer término, ofrece la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el completo análisis de los personeros de la Gerencia de División Estudios, reflejado en las presentaciones efectuadas esta mañana, así como en la minuta de antecedentes.

Expresa que el entorno internacional se ve hoy algo más tranquilo que en la Reunión anterior, una vez superadas las turbulencias causadas por las dificultades para alcanzar un acuerdo fiscal en Estados Unidos de América. Los indicadores de actividad siguen mostrando indicios de crecimiento lento en los países avanzados y una desaceleración en emergentes, mientras la inflación permanece en niveles muy bajos. Agrega que los gobernantes de China han dado a conocer los grandes lineamientos que orientarán sus políticas económicas en el próximo decenio, y si bien no se conocen muchos detalles, ellos apuntan a reforzar el rol de los mercados en la transición hacia un crecimiento más basado en el consumo que la inversión, lo que ha sido percibido como algo tranquilizador por los mercados. Por último, indica que los precios de materias primas, especialmente de la energía, mantienen una suave tendencia a la baja.

A nivel local, consigna que las últimas cifras confirman una desaceleración gradual de la actividad y de la demanda interna, que ahora se refleja en todos los componentes de la demanda final. Llama también la atención la mejora en las cuentas externas que resulta de una combinación de mayores exportaciones, especialmente de cobre, y de un ajuste significativo en el crecimiento de las importaciones.

A pesar de ello, el mercado de trabajo sigue bajo tensión, con aumentos de salarios que se mantienen en torno al 6% anual. Por otra parte, indicadores de planes de inversión de las empresas apuntan a que se mantendrá en niveles elevados en los próximos años, proyectando incluso aumentos reales en el año 2014.

Por último, menciona que la inflación permanece baja y que las proyecciones que se infieren de las tasas de interés apuntan a que ella permanecería bajo la meta durante la mayor parte del horizonte de proyección.

En razón de lo anterior, el Consejero señor Joaquín Vial concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a bajar la TPM a 4,5% anual en esta ocasión. En su opinión, con esta medida, dicha tasa se ubica más claramente en una zona expansiva, lo que permite atenuar los riesgos de un ajuste excesivo de la demanda final. Sin embargo, estima que habría que dar una señal de estabilidad en la tasa rectora hasta que se perciban elementos que apunten a una desviación sistemática de la economía de su trayectoria de crecimiento de mediano plazo, que pudiera afectar el cumplimiento de las metas de inflación.

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

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención mencionando que tanto el escenario externo como el interno se mantienen en línea con lo anticipado en los trimestres previos.

En lo atinente al ámbito externo, señala que las principales novedades son el ajuste experimentado por los precios de algunos *commodities* relevantes, así como la persistente discusión en Estados Unidos de América acerca de la velocidad de retiro de los estímulos monetarios, lo que se ha traducido en alguna volatilidad en las tasas largas en dólares.

Agrega que las presiones inflacionarias en los principales países desarrollados se ven acotadas, esencialmente por la debilidad de sus economías, lo que se potencia en el corto plazo por la corrección que han mostrado los precios de las materias primas y de



## BANCO CENTRAL DE CHILE

algunos alimentos. Ello ha incentivado aún más el debate que se ha sostenido por varios meses sobre el grado de expansividad de la política monetaria: mientras en Europa las estimaciones son que el Banco Central Europeo seguirá expandiendo la política monetaria, en Estados Unidos de América la baja inflación y la persistente alta tasa de desempleo en dicho país profundizan el debate sobre el retiro del programa de estímulo monetario QE y el alza de la tasa de interés, no avizorándose algún espacio para una corrección en sentido contractivo. Con todo, no se advierte que las perspectivas de bajas tasas por un tiempo prologando vayan a cambiar muy prontamente, razón por la que estima que es claro que la política monetaria permanecerá altamente expansiva por un período muy prolongado.

Aun así, destaca que las tasas en el exterior, especialmente en Estados Unidos de América, han aumentado de manera relevante y que si bien el financiamiento externo continúa siendo amplio para algunos países, en particular para Chile, estas condiciones podrían estar sujetas a cambios relevantes en los próximos trimestres, citando que de hecho algunos países ya exhiben cambios en las condiciones de acceso a financiamiento.

En relación con el ámbito interno, señala que las cifras de cuentas nacionales y los últimos indicadores van confirmando un patrón de desaceleración no solo de la actividad, sino que también de la demanda. En efecto, mientras el Imacec del mes de septiembre fue menor que 4%, las cifras del tercer trimestre muestran que la economía creció un 4,7%, esperándose una cifra cercana al 4% para el próximo trimestre. No obstante la estabilidad de estas cifras, considera importante hacer notar que esconden una *performance* superior a lo esperado en el sector minero y menor a lo anticipado en el denominado sector resto, que ha crecido en torno al 4% durante los últimos tres trimestres, dando cuenta de una desaceleración gradual y pausada de la actividad económica.

En lo concerniente a la demanda, resalta que los primeros signos de desaceleración en el consumo ya se notan con claridad en el tercer trimestre, apoyados además por la corrección de las cifras del primer semestre, a lo que se suma el menor dinamismo que viene mostrando la inversión. Añade que la desacumulación de inventarios sigue profundizándose y se mantiene la visión de que no están bajo los niveles deseados. A su juicio, este punto sigue siendo importante de seguir, aun cuando ya se observan signos claros de desaceleración gradual de la demanda final.

El mercado laboral se mantiene dinámico, dando cuenta de la gradualidad de estos ajustes; y los agregados de crédito también continúan con un dinamismo acotado.

Consigna que la inflación se ha mantenido baja, reflejando un aumento acotado de los bienes no transables y la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de los bienes transables, lo que en parte es sensible a la trayectoria cambiaria. De hecho, en las últimas semanas, el peso chileno se ha depreciado tanto en términos bilaterales respecto del dólar estadounidense como en términos multilaterales, lo que debiera facilitar la convergencia de la inflación a 3% anual en el mediano plazo, en la medida que se mantenga.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a la rebaja de tasa acordada en la última Reunión que, en términos generales, era congruente con el mensaje que se había entregado desde mediados de año en cuanto a que la consolidación de una desaceleración suave podría justificar un ajuste acotado de ella, que facilite el ajuste de la economía durante esa desaceleración. En su opinión, este escenario se ha producido, motivo por el cual se justifica hacer un ajuste adicional en dicha tasa, lo que es coherente con el mensaje global entregado, sin que ello signifique llevarla a un terreno abiertamente expansivo.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por bajar la TPM a 4,5% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con el sesgo, solicita dejar constancia en el Acta de la presente Sesión de su opinión en cuanto a que, en principio, la disminución de la Tasa de Política Monetaria de 5% a 4,5% anual podrían ser suficientes por ahora para enfrentar el ajuste que está registrando la economía, aunque cuando se evidenciará con mayor nitidez con motivo del análisis concreto que se efectuará en el marco del próximo IPoM de diciembre.

Sin embargo, considera que el Consejo enfrenta un reto en materia comunicacional hasta la fecha de publicación de ese Informe, en el sentido que la ausencia de sesgo, mantendría abiertas ciertas expectativas del mercado en cuanto a la trayectoria de tasas que determine seguir, lo que podría expresarse a través del Comunicado o en alguna información posterior. A su juicio, se abre una interrogante acerca de la interpretación que dará el mercado a esta baja de la TPM en esta circunstancia en las próximas dos o tres semanas, en caso que ella sea la decisión que adopte el Consejo en esta oportunidad.

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

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria y expresa que las noticias del último mes no han deparado grandes sorpresas.

Señala que en el frente externo, el cuadro que se comenzó a perfilar a partir del mes de mayo pasado ha tendido a reafirmarse. Hace presente que para las economías emergentes, las implicancias más directas son un alza importante en el costo del financiamiento externo y una depreciación significativa de sus monedas y que en la mayoría de los casos se presenta acompañado de un deterioro de los términos de intercambio.

Agrega que las perspectivas de crecimiento no muestran cambios sustantivos, pero predomina una sensación de menor optimismo que hace seis meses o un año; las economías desarrolladas se recuperan muy gradualmente y las economías emergentes continúan exhibiendo debilidad. En este contexto, la inflación global permanece en niveles bajos y no plantea grandes amenazas, pero sí genera alguna preocupación que permanezca baja por un tiempo prolongado.

Por último, manifiesta que los mercados financieros han seguido observando cierta volatilidad y permanecen atentos a las decisiones de política monetaria y fiscal que se puedan adoptar en Estados Unidos de América y en todo caso, está presente el riesgo de que esta volatilidad aumente en el corto plazo.

En lo atinente al frente interno, las cifras muestran que la actividad crece moderadamente. De hecho, las cuentas nacionales del tercer trimestre, recientemente conocidas, han reafirmado la tendencia que ya mostraba con claridad el Imacec. Destaca que lo más relevante en relación con las cifras de cuentas nacionales antedichas, es que confirman la desaceleración del gasto y en esa perspectiva, lo es particularmente la moderación del consumo, que había mostrado hasta ahora mayor lentitud para ajustarse.

Expresa que en este cuadro, resulta positivo observar que la actividad vinculada al sector de recursos naturales crece más rápidamente que el resto de los sectores. Estos últimos son los que evolucionan con particular moderación, en circunstancias que son ellos los más relevantes para efectos de política monetaria.

Añade que la inflación se mantiene en niveles bajos, como ha sido la tónica por bastante tiempo; y que el registro anual se ha vuelto a ubicar por debajo del rango meta, aunque debería ser de carácter más bien transitorio. Con todo, la convergencia a la meta procede con gradualidad y ello está incorporado en las expectativas del mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en este contexto, las opciones de política razonables o plausibles son nuevamente las de mantener o bajar la TPM en 25 puntos base, coincidiendo en tal sentido con la minuta de la Gerencia de División Estudios.

Indica que la opción de postergar la disminución de la TPM se puede sustentar en que el consumo se ha ajustado con cierta lentitud y en que el mercado laboral todavía permanece estrecho.

Sin embargo, estima que las tendencias observadas justifican plenamente un recorte adicional de 25 puntos base. En su opinión, no existen muchas razones para posponer una decisión, atendido que los antecedentes acumulados son coherentes con lo anticipado en el último IPoM, que contemplaba una rebaja de la TPM acotada, pero no inferior a 50 puntos base.

Además, una nueva rebaja permitiría consolidar el proceso de ajuste que se está observando y que se refleja en un cambio en la composición del crecimiento en favor de aquellos sectores que tienen incidencia positiva sobre las cuentas externas.

Finalmente, un recorte nos ubicaría en una posición relativamente confortable para evaluar con atención el curso de los acontecimientos y los antecedentes que se vayan conociendo, teniendo en cuenta que la TPM se sitúa en un nivel que no se aparta del rango que se considera como normal.

Si bien el mercado está dividido sobre la decisión, se considera que no debería tener grandes problemas en asimilarlo, dado que la inmensa mayoría espera que ello ocurra a más tardar en la próxima Reunión. Además, el IPoM que se está preparando proveerá nuevos antecedentes, incluyendo proyecciones completas de mediano plazo.

En razón de lo anterior, manifiesta su preferencia por esperar hasta ese momento para entregar una visión más clara sobre la orientación de la política monetaria futura.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que por los motivos expuestos precedentemente, se inclina por ajustar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, para dejarla en un nivel de 4,5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece lo expresado por el Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su presentación agradeciendo al *staff* por la información y análisis entregados en esta oportunidad, y señala que hace suyos los nuevos antecedentes acumulados desde la Reunión anterior que se contienen al comienzo de la minuta de opciones, a los que agrega los siguientes elementos y comentarios.

En lo concerniente a la economía internacional, alude a las discusiones sostenidas desde hace algunos meses acerca del retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos de América, el que tiene dos etapas. La primera de ellas, la constituye el retiro de una política monetaria no convencional, es decir, aquella consistente en compras importantes de títulos por parte de la Reserva Federal a cambio de incorporar dinero en la economía; y, luego, una vez concluida dicha etapa, el retorno a la política monetaria convencional que se efectúa a través de la tasa de política monetaria. En su opinión, las expectativas de mercado apuntan a que la tasa de política monetaria de Estados Unidos de América se mantendrá en este nivel mínimo durante un período prolongado, por lo menos hasta el año 2015.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En China, en tanto, se consolida un escenario de largo plazo de un crecimiento en torno a un 7%, cifra que era impensablemente baja hace solo unos pocos meses atrás.

Por su parte, la Zona Euro se mantiene vulnerable y la discusión interna no solo se vincula con la superación de la crisis financiera, sino que también en cómo otorgar mayores estímulos para la demanda de corto plazo. En ese sentido, plantea que la reciente baja de la tasa rectora y la agudización de la política monetaria no convencional en la Zona Euro auguran también que las tasas de interés se mantendrán durante un período extenso en aquella región.

En síntesis, las perspectivas de mediano plazo de la economía internacional no dan cuenta de un dinamismo, y en su visión de más corto plazo, algunas tasas de interés se mantendrían bajas durante un período prolongado, lo cual entrega señales importantes sobre la decisión que se debe adoptar en esta oportunidad.

En cuanto a los nuevos antecedentes de la economía nacional, considera que lo más relevante se relaciona con la revisión de las cuentas nacionales publicadas por el Banco, así como también con los antecedentes de esas cuentas y de la balanza de pagos correspondientes al tercer trimestre del presente año, ya que reflejan que la demanda interna se ha venido desacelerando desde antes de lo que se había previsto.

Además, al contrario de lo considerado internamente, esa desaceleración se ha concentrado mayormente en el sector resto, que es el que más interesa para efectos de la política monetaria, que en los sectores productores de recursos naturales. Asimismo, la cuenta corriente ha tenido una revisión hacia un déficit menor, corrección que a su juicio va en la dirección correcta y deseada, y que es lo suficientemente relevante para considerarla.

En otro plano, señala que el peso chileno se ha depreciado de manera importante, lo que constituye un movimiento que si bien resulta complejo de explicar, no se puede desconocer que converge en la dirección deseada. En su opinión, todo ello apunta en la dirección de recomendar una nueva baja de la tasa rectora.

Entre los acontecimientos no deseados, plantea que el mercado del trabajo sigue estrecho. A su juicio, es un elemento que debiera observar el Consejo con algún grado de preocupación, ya que puede ser fuente de presiones inflacionarias futuras. Añade que las mismas cuentas nacionales muestran una reducción importante de inventarios, correspondiendo una fracción significativa a la de inventarios de bienes no exportables. Se trataría, en principio, de una reducción que normalmente anticiparía reacceleraciones del gasto interno y de la demanda, por lo que constituye un elemento al que debiera efectuarse su seguimiento por parte del Banco.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que no votaría por una reducción de la tasa de política monetaria en esta oportunidad si no se hubiese contado con una evidencia que no se tenía un mes atrás, constituida por esta desaceleración mayor de la demanda interna, concentrada en el sector resto. Resalta que en esa oportunidad, se estimaba que no era inminente una segunda baja de la tasa rectora, lo que de hecho fue una de las razones por las cuales se mantuvo un sesgo neutral en el comunicado, pensando que el sesgo había que introducirlo cuando fuera inminente una rebaja, por lo que una reducción de la TPM en esta oportunidad tomará por sorpresa al mercado.

A su juicio, considera importante que en el Comunicado se señale de manera explícita que la revisión en las cuentas nacionales ha evidenciado un espacio para que el Consejo también pueda bajar la tasa rectora en esta oportunidad, y que esa corrección en las cuentas nacionales y la nueva información disponible constituye una noticia que no estaba en sus proyecciones de hace un mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En este contexto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en esta oportunidad a 4,5% anual y mantener el sesgo de neutral, y que se expliquen claramente en el Comunicado las razones por las cuales el Consejo habría adelantado en esta oportunidad una reducción de la tasa rectora respecto de lo contemplado un mes atrás.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece el planteamiento expuesto por el Vicepresidente señor Manuel Marfán e inicia su intervención expresando su reconocimiento al *staff* por el excelente análisis consignado precedentemente.

En lo concerniente al escenario externo, señala que las expectativas sobre el inicio de la reducción de compra de activos por parte de la Reserva Federal se han ido postergando y se sitúan en marzo de 2014. Asimismo, comenta que en el mes de diciembre próximo se inician las negociaciones en materia fiscal, que debiesen ser menos turbulentas que las de septiembre y octubre pasado, pero que de todas formas introducen un elemento de incertidumbre.

Hace presente que la actividad en el mundo desarrollado tuvo un buen desempeño en el tercer trimestre. En efecto, sorprendió al alza el crecimiento de Estados Unidos de América y Japón, mientras que la Zona Euro tuvo un segundo trimestre consecutivo de crecimiento.

Agrega que la inflación mundial sigue muy contenida, de hecho con cifras por debajo de las proyectadas hace unos meses; que la brecha del crecimiento de las economías avanzadas con las emergentes se reduce, a pesar del buen desempeño de China en el tercer trimestre; y, que desde una perspectiva de mediano y largo plazo, esa economía se ajusta a menores tasas de crecimiento.

Asimismo, destaca que el precio de las principales materias primas ha caído, entre ellas el del cobre y petróleo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara expresa que en Chile se consolidan cifras de desaceleración de la demanda interna, en particular de la inversión; se mantiene la desacumulación de inventarios, a la vez que la formación bruta de capital fijo exhibe una cada vez más clara desaceleración. El consumo privado también se desacelera, aunque menos pronunciadamente, lo que se explicaría por un mercado laboral que sigue dinámico; y, las exportaciones muestran mucha fuerza en el margen, aunque en parte explicadas por la citada desacumulación de inventarios.

Asimismo, menciona que las colocaciones se mantienen creciendo a tasas moderadas, el déficit de la cuenta corriente se prevé significativamente inferior a las proyecciones de hace unos meses, mientras que los salarios nominales continúan creciendo en torno a 6%, lo que refleja un mercado laboral estrecho. No obstante, indica que información cualitativa, por ejemplo del Informe de Percepciones de Negocios del Banco Central de Chile, muestra que en el margen se estarían produciendo algunas holguras en ese mercado. Añade que el peso chileno se ha depreciado.

Con motivo de lo expuesto, concluye que las opciones que presenta la Gerencia de División de Estudios son las más razonables, ya que mantener la TPM es consistente con una actividad y demanda final, que crecieron en el tercer trimestre cerca del potencial de la economía; con una tasa de desempleo que sigue en niveles muy bajos para nuestra historia reciente; y, con la incertidumbre natural sobre si el proceso de desaceleración se consolidará o no.



En su opinión, reducir la TPM es más consistente con la desaceleración que se ha producido en la demanda; que la actividad "resto" crece un punto porcentual menos que el potencial por tres trimestres consecutivos; el contexto externo que sigue complejo; la moderación del déficit de la cuenta corriente; una inflación que se ha mantenido particularmente baja, la que se espera que suba hacia la meta lenta y gradualmente; y, además, con expectativas inflacionarias ancladas en dicha meta.

No obstante, el Presidente señor Rodrigo Vergara estima que en esta oportunidad la opción de reducir la TPM se impone claramente, ya que aparte de los antecedentes mencionados, esa rebaja pone en una perspectiva más clara la acordada el mes pasado en el contexto de un proceso que no necesariamente continuará en el corto plazo, ya que dependerá de la información que se vaya teniendo, pero deja en claro que la baja de la TPM del mes de octubre constituyó más que una suerte de movimiento exploratorio y en este sentido, permite una comunicación más clara y transparente de la política monetaria. Además, ambas rebajas se inscriben en un escenario en que se combinan una baja inflación con una desaceleración moderada de la economía.

Por otra parte, plantea que la posible mantención de la expansividad de la política monetaria en Estados Unidos de América implicará tasas de interés reducidas por más tiempo en dicha economía. En ese sentido, una disminución de nuestra tasa de política monetaria reduce la brecha con la tasa de interés externa. No obstante, reitera que lo más importante a considerar es la baja proyección para la inflación en conjunto con el anclaje en la meta de las expectativas sobre dicha variable que se observa en nuestro horizonte de proyección. En su opinión, se debe destacar que la baja inflación internacional constituya un factor que ha incidido y que se espera siga haciéndolo por un tiempo en la inflación interna.

En razón de lo expuesto, el Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su decisión es por bajar la TPM incorporando una señal más clara de política monetaria en el IPoM que se difundirá a principios del mes de diciembre.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 4,5% anual.

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

N° 204-01-131119 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 4,5% anual.

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

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 4,5% anual.

En el ámbito externo, las cifras recientes de actividad y expectativas son coherentes con un escenario de recuperación gradual de las economías avanzadas, lideradas por Estados Unidos, y un crecimiento más moderado de las emergentes. La inflación a nivel global sigue baja, explicada en parte por las recientes caídas en los precios internacionales



BANCO CENTRAL DE CHILE

de las materias primas. Los bancos centrales de las principales economías han reiterado su intención de mantener la expansividad de su política monetaria por un tiempo prolongado. En particular, el BCE recortó su tasa de política monetaria y renovó algunas medidas de inyección de liquidez, mientras que la Reserva Federal mantiene su programa de compra de activos. El dólar se ha apreciado en forma generalizada en los mercados internacionales, aunque con mayor intensidad respecto de las monedas de economías emergentes.

En el plano local, la actividad económica ha continuado evolucionando a un ritmo moderado, en línea con el escenario del último IPoM. Los datos del tercer trimestre, junto con la revisión de trimestres previos, confirman que la demanda final se ha desacelerado en todos sus componentes, de acuerdo con lo proyectado. La inflación evoluciona en forma moderada y las expectativas de mercado anticipan su normalización gradual hacia el 3% dentro de los próximos 24 meses. Tanto el tipo de cambio nominal como el real se han depreciado.

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. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:45 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE  
Consejero