



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 202
celebrada el día jueves 12 de septiembre de 2013

En Santiago de Chile, a 12 de septiembre 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 Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
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;
Economista Senior,
doña Ivonne Vera Reichert;
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° 202, comunicando que de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, ha resuelto que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2014, se celebre el día jueves 13 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 la presentación del 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, las primeras propuestas en materia fiscal se enfocan en una discusión compleja en lo concerniente al límite máximo de la deuda y del presupuesto público. Agrega que el gobierno norteamericano estima que a mediados del mes de octubre próximo se alcanzaría el monto máximo en lo relativo a la deuda federal de US\$16,7 trillones, razón por la cual deberán adoptarse medidas en esa materia.

Destaca que en el Medio Oriente, tras varias semanas de alta tensión, ha disminuido la probabilidad de un ataque a Siria y de la extensión del conflicto geopolítico, mientras que en Egipto, la situación de ese país también parece más controlada.

En lo atinente a la Zona Euro, señala que Grecia ha reconocido la posibilidad de requerir un tercer rescate y que Alemania se ha mostrado reacia a esta idea, lo que podría generar algún grado de tensión a comienzos del próximo año. Añade que el Tribunal Constitucional de Portugal rechazó el proyecto de ley del gobierno que planteaba una disminución del número de funcionarios públicos en el marco de su política de austeridad y que por ello, se estima que esa economía tendría mayores dificultades para efectuar los ajustes fiscales necesarios.

Manifiesta que en China, las autoridades anunciaron que no aplicarán medidas de estímulo mientras se registren cifras de crecimiento económico superiores a 7%, lo que hasta la fecha ha acontecido.

Por otra parte, expresa que a Argentina le fue rechazado el recurso de apelación que interpuso en Estados Unidos de América contra el fallo dictado en su contra en el proceso conocido bajo el nombre de "fondos buitres", dejando constancia que en todo caso se encuentra pendiente la resolución definitiva que adoptará la Corte Suprema norteamericana al pronunciarse sobre este tema.

A título de última noticia relevante en esta materia, comenta que en Colombia, el gobierno ordenó militarizar la ciudad de Bogotá tras los violentos disturbios originados con motivo de movilizaciones campesinas, quedando de manifiesto que la efervescencia política que se ha observado en varios países de América Latina también está afectando a Colombia.

A continuación, el señor Sergio Lehmann menciona los hechos destacados en materia de mercados financieros. En primer término, indica que dichos mercados registraron importantes fluctuaciones, exhibiendo en el margen cambios positivos, aunque acotados, respecto de la Reunión anterior, ya que los significativos retrocesos observados inicialmente se revirtieron en lo más reciente tras conocerse mejores cifras de actividad en China y menor tensión en el Medio Oriente.

Asimismo, consigna que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América han mostrado leves aumentos, anticipando una próxima disminución en el ritmo de compra de bonos por parte de la Reserva Federal, FED; y que el dólar estadounidense se apreció levemente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de política monetaria, destaca el predominio de las decisiones en orden a mantener las tasas rectoras, como ha sido el caso de la FED, del Banco Central Europeo, del Banco de Inglaterra, del Banco de Canadá, del Banco de Japón, del Banco de la Reserva de Australia y del Banco de Suecia, sumándose en el día de hoy el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y el Banco Central de Filipinas. Por su parte, el Banco Central de Brasil y el Banco de Indonesia, acordaron un aumento de la tasa rectora de 50 puntos base.

Por último, informa que Perú, Brasil y Turquía volvieron a aplicar medidas tendientes a contener la depreciación de sus monedas.

A continuación, el señor Sergio Lehmann exhibe el *heat map* de condiciones financieras que se contiene en la lámina N° 5 de la presentación, que permite visualizar el comportamiento de corto plazo de los mercados financieros en materia bursátil; volatilidad; *spreads* corporativos; *spreads* soberanos y CDS *spreads*, respecto de la desviación estándar promedio de cada una de dichas variables correspondiente al período comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha.

Acota que los resultados positivos, en color azul, dan cuenta de un mejoramiento y que se grafican en color azul más intenso en la medida que el movimiento es mayor; mientras que las caídas son representadas en tonos rojos y naranjos, según la magnitud de los descensos. A título ejemplar, señala que en la primera columna coloreada se consignan los resultados de comparar la variación de la última semana con la desviación estándar de la variable para el período antedicho.

De acuerdo con lo expresado, destaca que en la última semana se observaron desviaciones positivas en las bolsas de valores analizadas, siendo estas especialmente significativas en los centros bursátiles latinoamericanos; lo mismo que las volatilidades, en el sentido que tendieron a decrecer.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si la variación de 0,98 registrada por el índice S&P 500 en la última semana representa un movimiento al alza menor que la anotada en promedio por dicho índice, en una semana cualquiera del período comprendido entre el mes de abril de 2004 a la fecha. El señor Sergio Lehmann responde en términos afirmativos.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, mencionando que las bolsas de valores exhiben variaciones mixtas en relación a la Reunión anterior, con resultados ligeramente mejores en algunas plazas de economías emergentes y levemente negativos en las bolsas estadounidenses.

En materia de volatilidad, indica que los VIX muestran un rendimiento positivo en la última semana, en el sentido que disminuyeron; movimientos mixtos en cuanto a la RPM del mes de agosto y el mes de diciembre de 2012; y, resultados positivos en relación con el Informe de Política Monetaria, IPoM, del mes de junio último.

En cuanto a los *spreads* soberanos, destaca los resultados positivos, esto es, las disminuciones anotadas en la última semana, como asimismo, en lo referente al IPoM del mes de junio, y la significativa disminución experimentada por los *spreads* soberanos de España, mientras que al inicio del año, en cambio, se observan resultados negativos en Asia y Europa y aún peores tratándose de América Latina.

Por último, plantea que en lo concerniente a CDS *spreads* de economías desarrolladas y periféricas, como las de España e Italia, se advierten caídas en la última semana y también respecto de tres meses atrás y diciembre del año 2012, como asimismo, movimientos acotados frente a la RPM del mes de agosto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación señalando que en materia de tasas de interés, se mantiene el alza en los tramos largos de la curva de rendimiento de Estados Unidos de América, acorde con las expectativas del inicio del retiro del programa de estímulo cuantitativo por parte de la FED previsto para la semana próxima. Añade que en Alemania, se observan movimientos en la misma dirección, pero con un probable predominio de elementos de arbitraje.

El señor Sergio Lehmann expresa que ha aumentado en el curso del presente mes de septiembre, la probabilidad del inicio del retiro del programa de estímulo cuantitativo antedicho. En efecto, comenta que de acuerdo con una encuesta realizada por Bloomberg en este sentido, un porcentaje muy bajo del mercado esperaba en el mes enero pasado que se materializara a contar del presente mes, mientras que en la actualidad, más del 70% del mercado prevé que la FED anunciará el inicio de la reducción del estímulo monetario la semana próxima.

En todo caso, hace la salvedad que en los meses de junio y julio, el mercado anticipaba que el comienzo del retiro del estímulo sería en torno a US\$20 billones, mientras que en el mes de agosto se estimaba que comprendería la compra de US\$40 billones de MBS y de US\$45 billones de bonos del Tesoro. Agrega que a esta fecha el mercado espera que la FED acordará en su reunión de la semana próxima que dichos montos alcancen a US\$40 billones y US\$35 billones, respectivamente, conjuntamente con la reducción de adquisiciones de MBS a partir del mes de octubre y de bonos del Tesoro a contar del mes de enero de 2014, hasta concluir completamente la compra de ambos tipos de activos en el mes de junio próximo.

Plantea que la reducción de compras de bonos del Tesoro, no así de MBS por ahora, respondería fundamentalmente al propósito de no frenar la recuperación que exhibe el mercado inmobiliario de ese país. En efecto, precisa que las ventas de viviendas nuevas y usadas registran un alza sostenida desde el año 2010, si bien no alcanzan aún los niveles máximos observados entre los años 2005 y 2006; en tanto que las solicitudes de créditos hipotecarios muestran una ligera recuperación, pero se mantienen en niveles relativamente débiles.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación señalando que las paridades han exhibido bastante variabilidad durante el último mes y muestran, en general, apreciaciones durante los últimos días, revirtiendo los movimientos a la baja de las semanas previas.

En cuanto a los movimientos acumulados en el año, destaca la trayectoria del real brasileño en los últimos dos o tres meses, que luego de haber registrado depreciaciones significativas, exhibe una reversión relativamente importante. Hace notar que el peso chileno y el peso mexicano presentan un comportamiento similar, pero menos marcado.

Añade que los movimientos en las economías desarrolladas han sido acotados, no así la depreciación del yen japonés, cercana al 20% desde el mes de diciembre de 2012.

Tratándose de las economías exportadoras de *commodities*, resalta que el dólar australiano, neozelandés y canadiense, exhibieron trayectorias muy similares durante el año 2012; no obstante, la primera de dichas monedas tendió a desacoplarse durante el año 2013, registrando una depreciación bastante más marcada y una apreciación significativa en el margen.

Agrega que las paridades asiáticas presentan una evolución similar en lo que ha transcurrido del año y que las excepciones corresponden a la rupia india, que registró una depreciación fuerte seguida de una notoria apreciación; y la rupia de Indonesia, que ha tenido un comportamiento sistemático a depreciarse y una leve reversión en la punta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo referente a la Reunión anterior, menciona que el dólar estadounidense se apreció ligeramente, al igual que el won coreano, la libra esterlina y el dólar australiano, y que la depreciación de la rupia de Indonesia fue cercana al 10,1%.

A continuación, exhibe los gráficos que se contienen en la lámina N° 13 de la presentación, que dan cuenta de los movimientos de las monedas latinoamericanas de Colombia, México, Perú y Brasil, y las de aquellas economías de países exportadores de *commodities*, específicamente, Australia y Nueva Zelanda, a contar desde el año 2007 a la fecha.

Hace presente que para estos efectos se utilizaron modelos de corrección de errores, que incorporan términos de intercambio, volatilidad en bolsas de valores, diferencial de tasas en relación a la tasa de interés de Estados Unidos de América, cambios en inflación, movimientos de bolsas de valores y del EMBI; y que el área gris del gráfico en cuanto a cada uno de estos factores representa una desviación estándar respecto del tipo de cambio nominal estimado con las variables antedichas. Destaca que los resultados obtenidos reflejan que los movimientos de las monedas de estos países son coherentes con sus fundamentos. Además, hace notar que de acuerdo con estos modelos, en alguna etapa del presente año se observó una sobreapreciación del sol peruano y del peso colombiano.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán califica de muy buenos los gráficos citados, no obstante lo cual plantea la conveniencia de revisar si las áreas grises descritas corresponden efectivamente a una desviación estándar, porque en algunos países, dicha área es mínima. Además, observa que el dólar australiano, que ha registrado una notoria variación en los últimos tres años, se encuentra dentro de sus fundamentos.

El señor Sergio Lehmann retoma su exposición y señala que las bolsas de valores han registrado bastante volatilidad durante la última semana; exhiben una recuperación significativa en los últimos días; y que frente a la Reunión anterior, han cerrado, en general, con movimientos positivos, aunque acotados.

Asimismo, destaca la notoria recuperación bursátil en las plazas latinoamericanas, siendo más acotada en el caso de la bolsa de valores chilena. Añade que en Asia emergente, estas exhiben una evolución similar, con caídas importantes, recuperaciones durante los últimos días y cierres mixtos.

Por su parte, los mercados bursátiles de las economías exportadoras de *commodities* han presentado movimientos limitados y, a su vez, recuperaciones en Australia y principalmente en Nueva Zelanda, lo mismo que los de economías desarrolladas, excepto Japón, que no solo registra un alza mayor, sino que también se ha desacoplado en relación a las bolsas de Estados Unidos de América y de Alemania en lo que va corrido del presente año.

A título de resumen, destaca las alzas anotadas por las bolsas de valores latinoamericanas y de Asia emergente desde la Reunión pasada, con algunas excepciones, como son el caso de Indonesia y Turquía. Las variaciones anuales, en tanto, dan cuenta de aumentos significativos en Japón; en las economías europeas, especialmente de la periferia de esa región; Australia y Sudáfrica; en tanto que los retrocesos mayores se observan en Perú, Brasil y Chile.

En materia de paridades, comenta que la situación considerando la Reunión anterior es más mixta, con depreciaciones importantes en Indonesia, Turquía, India, México y Colombia; y apreciaciones en Corea, el Reino Unido, Australia y Chile. En cuanto al monto acumulado en el presente año, resalta la depreciación de las monedas de Indonesia, Turquía e India, mientras que el shekel israelí y el dólar estadounidense corresponden a las monedas que más se han apreciado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann informa que varias economías han adoptado medidas tendientes a frenar la depreciación de sus monedas. Precisa que Brasil ha determinado inyectar al menos US\$60 billones en el mercado hasta el término del presente año, lo cual se efectuará mediante *swaps* cambiarios por la suma de US\$500 millones de lunes a jueves y US\$1 billón los días viernes a través de operaciones *repos*; Perú ha procedido a vender dólares estadounidenses en el mercado *spot*, acumulando US\$3,3 billones desde el mes de julio último; India ha reducido el límite autorizado para la salida de capitales desde US\$200 mil al año por persona a US\$75 mil y, además, ha rebajado el límite de inversión directa en el exterior como porcentaje del capital de las empresas; y, por último, Turquía incrementó la tasa *overnight* en cerca de 125 puntos base en el mes de julio.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las principales noticias en materia de actividad y precios. En primer término, menciona que el PIB de Estados Unidos de América del segundo trimestre del año se corrigió a 2,5% trimestre a trimestre anualizado desde el 1,7% que había anunciado en términos preliminares, debido fundamentalmente a mayores exportaciones netas. Por su parte, la creación de empleo fue menor que lo esperado y el desempleo disminuyó a 7,3%.

Asimismo, hace presente que el PIB de la Zona Euro del segundo trimestre alcanzó a 1,2% trimestre a trimestre anualizado y destaca el buen desempeño de las exportaciones.

Añade que el PIB de Japón del segundo trimestre fue revisado a 3,8% trimestre a trimestre anualizado y que la inversión privada no residencial lo fue al alza; que China exhibe datos más alentadores y que India creció bajo lo esperado en el segundo trimestre.

En lo concerniente a Latinoamérica, comenta que el PIB de México del segundo trimestre sorprendió con una caída, en tanto que Brasil creció por sobre lo esperado.

Por último, señala que los PMI manufacturero y de servicios exhiben movimientos positivos tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

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. Consigna que, en general, los indicadores de actividad de corto plazo de las economías desarrolladas fueron algo inferiores a lo esperado, particularmente, la producción industrial, la creación de empleo y el consumo de las personas en Estados Unidos de América, así como las ventas minoristas y producción industrial en la Zona Euro, en especial, la producción industrial alemana.

En lo atinente a las economías emergentes, destaca que la producción industrial y las exportaciones nominales chinas estuvieron por sobre lo esperado, dando señales de un mayor grado de alivio en cuanto a los riesgos de que esa economía continúe desacelerándose.

Por último, informa que el PIB brasileño superó las expectativas.

En materia de perspectivas, plantea que las industriales crecen más que lo proyectado en Estados Unidos de América, y en menor magnitud el PMI manufacturero en la Zona Euro. Añade que en China, el PMI manufacturero estuvo en línea con lo anticipado, pero claramente por sobre el registrado en el mes anterior, en tanto que el PMI servicios figuró por sobre lo previsto. Acota que en Japón, el PMI manufacturero resultó mejor de lo esperado.

El señor Sergio Lehmann presenta en esta oportunidad las cifras que se han dado a conocer durante el último mes en materia de crecimiento para el segundo trimestre del año en curso y las revisiones frente a lo proyectado. Destaca que el crecimiento para Estados Unidos de América, Japón y la Zona Euro se han corregido al alza, a 2,5%; 3,8% y 1,2%,



BANCO CENTRAL DE CHILE

respectivamente, y que lo mismo ocurre tratándose de Suiza, Canadá y Australia. En el caso de países emergentes, hace referencia a las revisiones a la baja de México, Tailandia, Malasia, India, Indonesia y Filipinas, así como a la corrección al alza en Brasil y Singapur, a 6% y 15,5%, respectivamente.

En materia de PMI, hace notar que las economías avanzadas muestran avances con lo que su diferencia se ha incrementado en relación a las emergentes, reflejando el mayor dinamismo de las primeras y un menor desempeño de estas últimas.

A continuación, exhibe la evolución de algunas variables en materia de empleo que monitorea la FED para fines de decidir acerca del inicio de la disminución del ritmo de compra de activos. Sobre el particular, señala que el desempleo ha disminuido y se ubica en 7,3%; y que el componente empleo del ISM da cuenta de perspectivas positivas, es decir, que persistiría la creación de empleo en los meses venideros.

Por otra parte, indica que uno de los elementos que ha incidido en la caída en la tasa de desempleo de Estados Unidos de América se relaciona con la menor participación de los jóvenes en la fuerza laboral. Sobre este aspecto, alude a un estudio realizado por el economista señor Mitra Toossi en el año 2006, que plantea que la disminución de la participación laboral de los mayores de 16 años debería continuar y situarse en una cifra en torno al 65% de la fuerza de trabajo. Agrega que los elementos que explicarían esa trayectoria descendente en la fuerza de trabajo se relacionan con factores tanto de carácter estructural como cíclicos. En cuanto a los primeros, sostiene que los trabajadores producto de un ciclo de natalidad explosiva o "*baby boomers*", cuyo ingreso en los años sesenta fue muy importante, están dejando de formar parte de la fuerza laboral, observándose, por lo tanto, un cambio en su composición etaria en los Estados Unidos de América.

Expresa que un segundo elemento, que se ve acentuado por el ciclo económico y que se observa desde el año 1990, radica en que los jóvenes están estudiando por períodos más prolongados. De hecho, la participación del grupo etario de entre 16 y 19 años, que era bastante alta en los años noventa, ha disminuido y se espera que lo siga haciendo. Acota que un comportamiento similar se advierte en el caso del grupo etario de entre 20 y 24 años.

Agrega que un tercer elemento se refiere a la existencia de un número mayor de personas que solicitan subsidio por invalidez, que también incide en la caída de la fuerza laboral en dicho país.

Más allá de lo expresado precedentemente, se espera que la participación de la fuerza de trabajo continúe disminuyendo en el futuro próximo o en los años siguientes y, por lo tanto, sería más complejo alcanzar la meta de desempleo de 6,5% que se definió la FED para efectos de mantener su estímulo monetario.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera enfatiza que la caída de la participación de la fuerza de trabajo ha sido más significativa de lo proyectado.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que el empleo estructural en Estados Unidos de América ha cambiado lo que se habría potenciado con la última crisis, a lo cual el señor Sergio Lehmann agrega que las personas en edad de pensionarse están trabajando más años y, por tanto, dejando con posterioridad la fuerza de trabajo.

El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación señalando que en China, el PMI ha repuntado, ubicándose por sobre el pivote; que el comercio exterior recupera dinamismo, al exhibir aumentos de sus exportaciones tanto hacia economías emergentes como avanzadas e incrementos algo menores de sus importaciones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a Latinoamérica, expresa que las perspectivas manufactureras de México y Brasil se encuentran por debajo del pivote de expansión; que la producción industrial mexicana muestra una importante contracción, mientras que la brasileña registra alguna mejora en términos anuales.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán observa que de acuerdo con los gráficos que se contienen en la lámina N° 21 de la presentación, los PMI manufacturero y de servicios de las economías emergentes que excluyen a China no difieren mayormente de los exhibidos por el resto de las economías emergentes, mientras que sí se advierten diferencias manifiestas en la confianza del consumidor. Aún más, hace notar que en las economías emergentes que excluyen a China, este indicador es muy superior que en aquellas que incluyen a esta última economía, sugiriendo que ese menor registro sería íntegramente atribuible a China. Enfatiza que ello no constituye una noticia positiva, agregando que si tuviera un significado parecido al en Chile, constituiría un anticipo de una caída importante del consumo en esa economía.

En materia de inflación, menciona que en general no exhibe mayor variación respecto de la RPM pasada, aunque destaca la reducción observada en la Zona Euro y Brasil, explicada en este último caso fundamentalmente por el componente de alimentos. Sin embargo, la inflación subyacente muestra una ligera alza.

En lo atinente a la política monetaria, destaca el predominio de las decisiones de mantener las tasas de interés, salvo los incrementos de ellas en Indonesia y Brasil. En este sentido, precisa que Indonesia no solo acordó un alza de su tasa rectora en la reunión ordinaria del día de hoy, sino que celebró también una de carácter extraordinaria con el mismo propósito, acumulando un aumento de 75 puntos base desde la RPM del mes de agosto. Agrega que Brasil incrementó su tasa en 50 puntos base, conforme a lo esperado; y que Hungría y México sorprendieron al mercado con disminuciones de la tasa rectora de 20 y 25 puntos base, respectivamente.

En cuanto a los movimientos futuros de tasas de interés, indica que en general se anticipan mantenciones de las tasas rectoras, y a su vez, disminuciones en Hungría, Rusia, Polonia y Chile; y aumentos en Turquía y Brasil.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que México ha sorprendido por segunda vez en el año al rebajar su tasa de instancia, totalizando una disminución de 75 puntos base en el presente ejercicio, en circunstancias que debiera verse beneficiado por la recuperación que exhibe la economía estadounidense.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón explica que el primer recorte se atribuyó al aumento de la clasificación de riesgo de ese país, en tanto que el segundo habría tenido por objeto protegerse del alza de tasas de interés en Estados Unidos de América. En todo caso, aclara que ninguno de los movimientos antedichos obedeció a una disminución de la actividad o a menor inflación.

El señor Luis Óscar Herrera corrobora que los datos de México han sorprendido, y sobre el particular, indica que durante el primer trimestre esa economía resultó muy atractiva por los cambios políticos ocurridos en dicho país, lo que generó significativos ingresos de capitales y una consiguiente reacción de orden cambiario. Agrega que los datos más recientes dan cuenta de un menor crecimiento de esa economía, lo que es coincidente con un mal desempeño del sector manufacturero de Estados Unidos de América más vinculado con México en el primer semestre. En todo caso, plantea que las expectativas han comenzado a repuntar, lo que debiera traducirse en una recuperación de la actividad de ese país.

El Presidente señor Rodrigo Vergara solicita que se revise en detalle las medidas que se han adoptado en Turquía.



El señor Sergio Lehmann se refiere a continuación a los precios de *commodities*, destacando los fuertes vaivenes registrados durante el mes. Hace presente que el precio del petróleo exhibió alzas significativas debido a los elevados riesgos geopolíticos en Medio Oriente, luego retrocedió ante la posibilidad de un acuerdo sobre Siria, y cerró con un aumento bastante acotado en cuanto a la Reunión anterior.

Asimismo, comenta que el precio de la gasolina disminuyó por factores estacionales en Estados Unidos de América.

En lo concerniente al cobre, señala que su precio exhibió una ligera caída y que los inventarios del metal disminuyeron en el margen, acorde con el aumento de las importaciones efectuadas por China.

Agrega que los precios de granos presentaron movimientos mixtos, destacando la caída del precio del maíz ante la evidencia de una buena cosecha en Estados Unidos de América.

Por último, indica que el índice FAO cereales retrocedió en el mes de agosto y que aumentó el componente asociado a la leche y la carne.

En materia de movimientos de precios de *commodities* en relación a la última RPM, menciona el aumento de 3,5% registrado por el precio del oro, que se explica por la decisión de los inversionistas de tomar posiciones en instrumentos más seguros, y el experimentado por el precio de la soya. Añade que el precio del petróleo Brent y WTI se incrementó en 3% y 1,7%, respectivamente, pero registró movimientos en el curso del mes que fueron bastante más marcados, superiores a 6% tratándose del primero.

Resalta también el notorio retroceso del precio de la gasolina, cercano a 8%, asociado a una disminución del consumo en Estados Unidos de América por razones de orden estacional.

Asimismo, plantea que el precio del maíz, luego de exhibir un alza cercana a 10% durante el mes, registró una significativa caída asociada a perspectivas de cosechas positivas en Estados Unidos de América, cerrando el período con un retroceso de 15,6% respecto de la Reunión previa.

En cuanto al índice FAO cereales, reitera que registró una disminución cercana a 7% en el mes de agosto, mientras que el índice FAO alimentos exhibió una caída bastante más acotada, de solo 1,9%.

En lo concerniente al cobre, hace presente que China ha instalado refinerías de este metal de bastante envergadura y que si bien hoy exporta cobre refinado, en términos netos sigue siendo un importador relevante. Añade que las exportaciones de cobre han mostrado un grado de recuperación en el margen, lo que ha permitido sostener su precio relativamente estable; que las posiciones especulativas de corto plazo han tendido a acotarse, es decir, se observan menos apuestas en contra de un movimiento a la baja en el precio del metal; que los precios futuros no muestran variación alguna; y que se advierte una ligera caída de los inventarios en las bolsas de metales, esto es, en la Bolsa de Metales de Londres, COMEX y la Bolsa de Shanghái.

En cuanto a las perspectivas de precios de alimentos, informa que si bien mostraron una caída muy significativa en el último mes, en particular, los cereales y los aceites, se han ajustado al alza ante expectativas de aumentos del precio de la leche y la carne.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann agrega que los movimientos de futuros son muy acotados en el caso del petróleo WTI y de la gasolina.

Al concluir su exposición y para efectos de conocer el posible impacto de la crisis de Siria y el consiguiente aumento del precio del petróleo sobre las variables macro de los países que conforman el G4, esto es, Estados Unidos de América, Europa, Japón y China, presenta la tabla y gráfico que se contienen en la lámina N° 33, que incluye información recogida a partir de un trabajo realizado en el presente año por los economistas de la Gerencia de División Estudios señores Michael Pedersen y Miguel Ricaurte, que da cuenta del aumento del precio del petróleo durante los principales eventos ocurridos a partir del año 1973 a la fecha; la duración del mismo; el plazo durante el cual el precio se mantuvo en niveles altos; y, a partir de una estimación empírica, los impactos de esos aumentos sobre la actividad, la tasa Libor a 3 meses en dólares estadounidenses y inflación externa relevante para Chile para los eventos más extremos, más leves y la mediana.

Del estudio indicado se colige que en el caso más extremo, ocurrido en el año 1990, el precio del petróleo registró un incremento de 154% y la actividad se redujo en -2,49%; con ocasión de los eventos menos extremos, que correspondieron a la invasión a Irak en el año 2003, el precio del petróleo experimentó un alza de 14% y la incidencia en la actividad fue de -0,21%.

Agrega que tratándose de la crisis actual, el precio del petróleo acumula un alza de 14% en el período comprendido entre fines del mes de junio y el día 11 de septiembre último, y que se trataría de un evento de carácter mediano en términos de los efectos que podría tener sobre las distintas componentes relevantes para Chile.

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 reitera lo planteado en Reuniones anteriores en cuanto a que la Zona Euro exhibe un comportamiento errático y, por lo tanto, no debiera deslumbrar la presencia de tendencias positivas, ya que normalmente son seguidas de cambios que van en la dirección opuesta, por lo que estima que exhibirá indicadores negativos durante algún tiempo.

Agrega que en virtud de las expectativas sobre el retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos de América, se han registrado efectos sobre las tasas de interés y la estructura de plazos en varias regiones del mundo, incluyendo la Zona Euro. En su opinión, ello constituye una noticia negativa para esta última, porque a diferencia de Estados Unidos de América, no existe ninguna razón de política que justifique un alza en la tasa de interés, como tampoco, perspectivas de mayor crecimiento de largo plazo que respalden aumentos de tasas de interés a esos períodos.

Por último, manifiesta que India es una economía relativamente cerrada hacia el resto del mundo, que el tamaño relativo de su PIB es bastante mayor que el correspondiente a sus relaciones financieras y comerciales, y que mayor aún es su peso político en Asia y en el mundo. A su juicio, esta economía debe ser analizada con especial atención, porque las situaciones negativas que está exhibiendo podrían derivar en una eventual crisis que tendría efectos de propagación hacia otras economías asiáticas que también pueden ser vulnerables.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca la mayor tranquilidad de los mercados financieros en las últimas semanas, que se ha traducido en alzas en los mercados bursátiles y apreciación de las monedas de varias economías emergentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, resalta la mejora que exhiben los datos de la economía china, entre ellos las cifras positivas de comercio exterior y producción industrial que sugieren que la recuperación en Estados Unidos de América impondrá un cierto límite a la desaceleración de dicha economía; la alta probabilidad de que su crecimiento sea cercano a 7,5% este año; el impulso fiscal que está imponiendo a través de programas de infraestructura, ferrocarriles y carreteras anunciados hace algunos meses. En su opinión, si bien ello sustenta la percepción de que es bastante baja la probabilidad de que la economía de ese país siga cayendo, no significa necesariamente un rebote hacia un ciclo más positivo que el que ha estado teniendo lugar.

El Consejero señor Joaquín Vial estima que lo más destacable en esta ocasión son las mejores noticias sobre actividad, especialmente en China. Agrega que si bien no se incluyeron en esta ocasión los gráficos referidos a los flujos de capitales de las economías avanzadas y emergentes, el comportamiento de los mercados bursátiles y de los tipos de cambio en el último mes, respondería al retorno de capitales a las economías desarrolladas.

Asimismo, hace notar que el contraste entre las políticas monetarias y cambiarias de los países emergentes en relación con los países desarrollados se torna cada vez más evidente.

En materia de *commodities*, señala que varios informes, incluso uno emitido recientemente por la OPEP, apuntan a un mercado bien abastecido y al ingreso de nueva producción de petróleo, a pesar de los problemas que enfrenta Libia. Sobre este aspecto, plantea que los riesgos habrían cambiado y que es posible que se registre un ajuste importante a la baja en el precio del petróleo en los meses venideros.

Por último, califica de muy interesante la información concerniente a las crisis petroleras proporcionada en esta oportunidad. No obstante, plantea la conveniencia de complementarla con antecedentes sobre el impacto de estos episodios en las distintas regiones y la dependencia de petróleo importado, ya que ha cambiado significativamente respecto de los años noventa. A título ejemplar, sugiere considerar algún indicador relativo a importaciones de petróleo como porcentaje del PIB, que en el caso de Estados Unidos de América es cercano a cero en la actualidad. En su opinión, es muy probable que frente a una eventual agudización de la crisis actual, el efecto probablemente será bastante menor que en ocasiones anteriores.

El Consejero señor Enrique Marshall advierte una mejora en el escenario mundial y que es cada vez más evidente que los riesgos estarán en el mundo emergente, por cuanto comienza a observarse bastante heterogeneidad entre las distintas economías que lo componen, unido a que se desconocen las trayectorias futuras y los problemas financieros y de crecimiento que podrían enfrentar las más representativas de ellas. A su juicio, la heterogeneidad que se observa con creciente claridad amerita un seguimiento atento de la evolución de estas economías.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comparte la preocupación planteada por el Vicepresidente señor Manuel Marfán sobre la situación de India. Sobre este aspecto, expresa que a las medidas del mercado cambiario mencionadas por el señor Sergio Lehmann debiera añadirse el anuncio de una línea de *swaps* con Japón, que es de carácter excepcional, y la implementación de un sistema *swaps* con cuentas de depósitos en dólares estadounidenses en bancos *off shore* para que transfieran o vendan esas divisas en el mercado local. En su opinión, este conjunto de medidas no solo tendría por objeto contener una depreciación relevante de la rupia.

En lo concerniente a la Zona Euro, hace presente que en los próximos meses comenzará a surgir con más fuerza el tema relacionado con la evaluación de calidad de activos que debe realizar el Banco Central Europeo, el que ya anunció que en el curso del cuarto trimestre del presente año establecerá los estándares y los plazos aplicables; y que, en





BANCO CENTRAL DE CHILE

principio, esta gestión será realizada conjuntamente con los supervisores locales y asesores externos, en carácter de un prerrequisito para asumir la supervisión de los principales bancos hacia mediados del próximo año.

Indica que los problemas que involucra dicha evaluación radican en la falta de claridad acerca de los parámetros que se establecerán y la inexistencia de un acuerdo preciso sobre los mecanismos de seguro de depósitos que operarán, por lo que a su juicio, se podrían suscitar nuevas dudas sobre la calidad de los activos de algunos bancos europeos en base a la aplicación de un mecanismo poco creíble, así como bastante volatilidad en los próximos meses.

En relación con la consulta formulada por el Consejero señor Joaquín Vial en lo atinente a flujos de capital, informa que la encuesta efectuada para el *Emerging Market Portfolio Research* refleja que continúa la salida de capitales de las economías emergentes.

Por último, hace referencia a las dudas planteadas acerca de los flujos de comercio exterior de China y sobre la real relevancia de la subfacturación o sobrefacturación en el contexto de los controles de capital, lo cual dificulta el análisis de esa economía. Sobre este aspecto, estima que el gráfico relativo a la evolución de las exportaciones hacia Hong Kong y Taiwán, que se contiene en la lámina N° 24 de la presentación, ilustra con bastante claridad que estos problemas podrían ser materiales, porque en el mes de mayo, cuando el crecimiento de las exportaciones a Hong Kong y Taiwán alcanzó su máxima tasa de crecimiento anual, hubo un cambio de énfasis regulatorio por parte de SAFE, esto es, la Administración Estatal de Divisas, en lo concerniente a efectuar una mayor supervisión de las exportaciones. En su opinión, dicho gráfico muestra qué tan ruidosos podrían ser estos datos en términos de cuánto es comercio y a su vez, evasión.

El Presidente señor Rodrigo Vergara plantea que el escenario de los países desarrollados no ha cambiado mayormente en el último tiempo, y que se consolida un grado de recuperación en Estados Unidos de América, lo que constituye ciertamente una muy buena noticia para el resto de las economías.

Asimismo, destaca que Japón exhibe cifras de crecimiento en torno al 4% por tercer semestre consecutivo.

Además, comparte la apreciación del Vicepresidente señor Manuel Marfán en cuanto a que Europa exhibe un comportamiento errático y que, por lo tanto, los datos recientes no deben ser analizados como un rebote de su economía, sino que darían cuenta de que ella dejó de caer.

En lo referente al tema bancario, señala que en el corto plazo se observaría una fuerte capitalización de los bancos y en este sentido, indica que información de fuentes extranjeras sugiere que los mayores requerimientos de capital que impone Basilea III estarían incorporados previo a la fecha límite del año 2019.

Por otra parte, destaca las mejores cifras que exhibe China, que dan cuenta de que el menor crecimiento proyectado no se está materializando, lo cual reviste gran importancia para nuestra economía.

En lo concerniente a su visión sobre las demás economías emergentes, expresa su coincidencia con los planteamientos formulados precedentemente por los señores Consejeros y, en ese sentido, hace notar que India es la economía que enfrenta una situación más compleja, lo mismo que Brasil, Turquía y Sudáfrica, aunque en menor grado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann hace presente que en esta ocasión no se incorporaron los gráficos relativos a los flujos de capitales, porque la información disponible presenta un rezago de entre una y dos semanas. En todo caso, confirma lo señalado por el señor Kevin Cowan en cuanto a que los movimientos hasta esa fecha daban cuenta de una salida importante de capitales en todas las regiones, siendo probable que en lo más reciente se haya producido un ingreso de capitales a las economías desarrolladas, ya que los indicadores financieros así lo sugieren.

En lo atinente al precio del petróleo, expresa que Arabia Saudita ha manifestado su disposición a colocar el petróleo que sea necesario para efectos de suplir una eventual menor producción de Libia y de otros países del Medio Oriente, lo cual aseguraría el abastecimiento de dicho mercado.

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 de acuerdo a lo esperado, el Imacec de julio aumentó respecto de meses previos por efectos base en minería, pero fue levemente inferior a lo que estaba implícito en la proyección del último IPoM.

Hace presente que la demanda final mantuvo un ritmo de crecimiento significativo, pero la demanda interna se desaceleró de manera importante por una desacumulación de inventarios de cierta relevancia.

Agrega que la masa salarial también exhibe una leve moderación de su crecimiento producto de una desaceleración de los salarios reales, mientras que las expectativas de las personas y empresas han tendido a estabilizarse.

Por otra parte, comenta que las condiciones crediticias no muestran cambios sustantivos en relación a los meses previos.

En materia de inflación, consigna que el registro del mes de agosto estuvo dentro de lo previsto, pero que se espera sea algo menor al mes de diciembre por concepto de un ajuste en los precios de la gasolina.

A título de último hecho destacado del mes, expresa que la curva *forward* se incrementó levemente desde la última Reunión y que se han incorporado algo menos de 50 puntos base de ajuste en la trayectoria de la tasa de política monetaria, TPM, para los próximos meses. Sin embargo, para esta Reunión, el mercado espera que dicha tasa se mantenga en 5% anual.

En materia de actividad, precisa que el Imacec creció 5,3% en el mes de julio. Hace notar que dicha tasa de crecimiento es superior a la registrada en los meses previos y levemente inferior a lo esperado, mientras que la variación mes a mes fue nula.

Plantea que en el citado registro de Imacec incidió el alto crecimiento de la minería, lo que se explica por la baja base de comparación. No obstante, anticipa que en los próximos meses, las bases de comparación serán más exigentes por un fenómeno estacional hacia fines de año, oportunidad en que se tiende a acelerar el cumplimiento de los planes de producción y, además, porque dicho fenómeno se observó con particular intensidad el año pasado, superando incluso su promedio histórico.





BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Claudio Soto procede a responder algunas consultas del Presidente señor Rodrigo Vergara, expresando que el Imacec del mes de agosto debería alcanzar a 3,8% o 3,9% y el del mes de septiembre a una cifra levemente inferior a 5%. Agrega que en materia de producción minera, el dato del mes de julio constituyó una sorpresa y que la proyección de crecimiento para este año no ha sido modificada, situándose entre 3% y 3,5%.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en el contexto de un seminario realizado días atrás, algunos expositores manifestaron que la producción mundial de cobre crecería alrededor de un 5% en los próximos dos o tres años y que ello explicaría el reducido margen para que se produzca un alza del precio de este metal.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann plantea que ello es coherente con el supuesto considerado en los modelos respectivos, que proyectan un mercado sobreabastecido de este metal en los próximos dos o tres años, lo que también es acorde con las expectativas en materia de precios.

El señor Claudio Soto retoma su presentación resaltando que la minería alcanzó niveles de producción máximos en meses previos; no obstante, factores puntuales determinaron que el registro del mes de julio sorprendiera a la baja. Añade que para el mes próximo se espera un retroceso en la producción minera, ya que disminuirían los datos del SING previstos para el mes de agosto pasado.

A continuación, se refiere a la demanda final vinculada al consumo y la inversión y en este aspecto, manifiesta que en el margen se ha mantenido bastante más dinámica que la demanda interna, la que de hecho exhibe una tendencia a la baja importante en los últimos meses por una significativa desacumulación de inventarios.

Hace presente que la referida desacumulación de inventarios se observa en varios sectores y en el caso particular de la industria, se viene registrando desde mediados del año pasado y que a ella se sumó en el segundo trimestre de este año la desaceleración de inventarios en minería y también una desacumulación considerable de inventarios de combustibles ligados a la generación térmica que se asociaría en parte a una recomposición de la generación diésel a otra que utiliza gas.

En todo caso, menciona que de acuerdo con las encuestas, las empresas no perciben un desajuste de inventarios que justifique una desacumulación importante en los meses futuros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que resulta sorprendente que el nivel de inventarios aún siga cayendo, a pesar de la notoria desacumulación registrada en los dos últimos trimestres, lo que sugiere que se habían acumulado en exceso y conforme a ello, cabe preguntarse si se han medido correctamente.

El señor Claudio Soto indica que lo más llamativo es la tendencia que han exhibido los inventarios del sector industrial en los últimos trimestres, explicada por la desacumulación de los inventarios textiles debido a un consumo dinámico de vestuario e importaciones más débiles. La minería, en cambio, acumuló inventarios durante varios trimestres porque las exportaciones fueron menores que los niveles de producción y en esta oportunidad, se estaría registrando una normalización más intensa de lo previsto por el sorpresivo aumento de las exportaciones mineras.

El señor Claudio Soto indica que este conjunto de elementos han llevado a revisar a la baja la estimación de la demanda interna para este trimestre, no así la de la demanda final.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si la diferencia que se advierte en la actualidad entre la demanda interna y la demanda final constituye un fenómeno extraordinario en términos históricos.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que es más habitual ver ese tipo de brechas cuando se producen cambios bruscos en la trayectoria de la demanda final, por lo que resulta curioso que en esta ocasión comience a observarse esta brecha sin esa circunstancia. Agrega que en caso de una caída de la demanda final, normalmente se observa una disminución de la demanda interna más acentuada en razón de que se dejan de acumular existencias, motivo por el cual resulta extraño que con esta relativa estabilidad de la demanda final se produzca una caída tan persistente de la demanda interna.

El Consejero señor Joaquín Vial expresa que la mayor parte de la caída de inventarios se produce en la industria y combustibles.

El señor Claudio Soto precisa que los datos expuestos corresponden al acumulado anual; por lo tanto, el ajuste que se advierte en el último dato da cuenta de que la disminución de inventarios registrada en el segundo trimestre fue muy significativa, revirtiendo la tendencia que exhibía.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación señalando que los datos sectoriales del mes de julio sugieren que el consumo se mantiene dinámico y que las ventas del comercio minorista exhiben un particular rebote en sus tasas de crecimiento.

Sin embargo, señala que el consumo de bienes durables se ha estabilizado y se refiere en particular, a los indicadores de importaciones de automóviles que registran un retroceso en sus niveles en términos desestacionalizados, mientras que el IVCM del INE y el dato de ventas de autos que proporciona ANAC figuran bastante estables aun cuando el indicador del Servicio de Impuestos Internos que se utiliza en cuentas nacionales se observa más dinámico en el margen. Hace el alcance que el paro del Servicio de Registro Civil e Identificación podría generar un efecto en la medición de estas variables en los próximos meses, en particular, del dato de ventas, que se construye a partir de las inscripciones que se practican en el Registro de Vehículos Motorizados a cargo de dicho Servicio.

En cuanto a las perspectivas para el consumo, indica que se ha atenuado el ritmo de expansión interanual de la masa salarial producto de una desaceleración de los salarios reales y que, en particular, las tasas de crecimiento del CMO real han caído de manera significativa.

Añade que la tasa de crecimiento del empleo ha aumentado levemente, lo que se explica por la variación que exhibe el empleo por cuenta propia, ya que el empleo asalariado se mantiene bastante más estable.

El señor Claudio Soto hace presente que no se cuenta con información sobre los ingresos de los trabajadores por cuenta propia, razón por la que se les considera el mismo sueldo que el percibido por los asalariados. Añade que no obstante, se está realizando una encuesta complementaria, cuyos resultados finales serán presentados en una próxima reunión de coyuntura, que refleja que los salarios de los trabajadores por cuenta propia serían, en promedio, menores que los de los asalariados, por lo que hasta esta fecha se estaría sobreestimando levemente la dinámica de la masa salarial.

Por otra parte, manifiesta que las expectativas de los consumidores se han estabilizado en niveles neutrales, luego de haber retrocedido de manera bastante significativa. Precisa que la pregunta referente a la situación personal de ellos siguió deteriorándose, mientras que variaron levemente aquellas referidas a la percepción sobre el país, el futuro en general y sobre la situación para comprar artículos del hogar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo relativo a algunas variables relevantes para las condiciones de acceso al mercado crediticio, señala que las tasas de los créditos de consumo han aumentado en los últimos meses, mientras que las de los créditos hipotecarios no han registrado mayor variación.

En contrapartida, menciona que las tasas de crecimiento interanual de las colocaciones de créditos de consumo se han estabilizado en niveles en torno al 2%, en tanto que los créditos para vivienda exhiben una moderada aceleración.

Comenta que las expectativas de las empresas han tenido a estabilizarse con perspectivas a nivel sectorial algo mejores en industria y comercio, y con un deterioro adicional en las empresas ligadas al sector construcción, las que son algo más pesimistas que el mes pasado.

Hace presente que las colocaciones comerciales en términos nominales registraron un repunte moderado en el mes de agosto, y que es probable que estén compensando las menores colocaciones de bonos registradas en los últimos meses.

En cuanto a otros indicadores que fundamentan la inversión, manifiesta que las importaciones de maquinarias y equipos, que registraron un crecimiento superior a 15% en el mes de julio, retrocedieron en el mes de agosto; que en términos desestacionalizados, si bien se advierten ciertas alzas desde el mes de marzo, ellas se sitúan en niveles algo menores que los observados a fines del año pasado; y que la proyección implícita supone que estos niveles tenderán a estabilizarse, razón por la que deberían registrarse tasas de crecimiento más bien negativas en los últimos meses del año.

Agrega que otros datos vinculados a la inversión, como los referidos a despachos de cemento y de hormigón, como asimismo, empleo en la construcción, exhiben un repunte en términos anuales.

Por otra parte, destaca que las exportaciones han sorprendido al alza, explicadas fundamentalmente por las exportaciones mineras y en menor medida por las agrícolas.

En lo atinente a las importaciones, reitera que exhiben un dinamismo menor que las exportaciones por una incidencia negativa de los componentes Resto intermedio, que corresponden a insumos para los procesos industriales o inventarios; y que su moderación está reflejada en la estimación de una menor demanda interna.

El señor Claudio Soto se refiere a continuación a lo atinente a proyecciones y expresa que la demanda interna para el tercer trimestre se ha corregido desde el 4,4% contemplado en el IPoM hasta un 4,0%, atendido el dato del mes de julio y las perspectivas para el mes de agosto.

Sin embargo, la demanda final ha sido revisada levemente desde un 5,6% a un 5,5%, la que se explica por una ligera corrección en el consumo privado desde 5,8% hasta 5,7%, por un menor consumo de servicios. Añade que el gasto público, en particular el consumo de gobierno, también fue algo menor de lo estimado, revisándose por consiguiente a la baja desde 4,2% a 4,1%.

Resalta que la proyección de inversión no ha sido modificada para el tercer trimestre ni para el resto del año, y que la revisión de la demanda interna queda reflejada fundamentalmente en la desacumulación de existencias algo más significativa que lo previsto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente que el supuesto de trabajo que se está utilizando contempla que las variaciones antedichas sean de carácter transitorio y, por tanto, no deberían repetirse en el cuarto trimestre del año. En este sentido, se han modificado las proyecciones de exportaciones e importaciones para el cuarto trimestre, mientras que la del PIB se ha revisado a la baja en una décima por el componente servicios personales y también por los componentes de EGA, cuyo valor agregado ha sido menor debido a una generación hídrica inferior.

A título de síntesis, puntualiza que no hay un cambio significativo en materia de actividad y demanda final desde esta fecha a fin de año, excepto una desacumulación más importante de inventarios en el tercer trimestre del presente ejercicio.

En lo referente al mercado laboral, comenta que la tasa de desempleo fue particularmente baja en el último trimestre móvil, alcanzando a 5,7% debido a una caída en la fuerza de trabajo asociada en parte a motivos temporales de salida del mercado laboral del orden de aproximadamente 50 mil personas, con el consiguiente efecto en la tasa de participación laboral. Hace presente que conforme a lo que se puede inferir a partir de algunas preguntas de la encuesta de empleo, la situación descrita obedecería a fenómenos más bien transitorios, razón por la que se espera que hacia fin de año se produzca su retorno al mercado laboral y con ello se genere un rebote en la tasa de participación y, por lo tanto, en la tasa de desempleo.

En lo atinente a los salarios nominales, señala que el dato del mes de julio fue menor que lo observado el año pasado y que, en general, se situó en la parte baja de los rangos de variación correspondientes a dicho mes. Sobre el particular, hace notar que el mes de julio corresponde a uno de los meses en que habitualmente se reajusta el salario mínimo, lo que no ocurrió este año con motivo del análisis legislativo del proyecto de ley correspondiente, por lo que dicho reajuste incidiría en el mes de agosto.

El señor Claudio Soto alude a un estudio realizado por el economista de la Gerencia de Investigación Económica señor Gonzalo Castex para fines de estimar la incidencia del reajuste del salario mínimo de 8,8% aprobado recientemente sobre los salarios nominales. Indica que dicho estudio se basó en la encuesta CASEN, específicamente en la distribución de personas que reciben el salario mínimo, concluyendo que su efecto sería del orden de 0,4 y 0,5 puntos porcentuales. Agrega que la Gerencia de Análisis Macroeconómico efectuó otras estimaciones basadas en series de tiempo, que dieron como resultado una variación de 0,3 puntos porcentuales, por lo que el reajuste del salario mínimo debería quedar reflejado en el registro del mes de agosto con una variación mes a mes mayor de entre 0,3 y 0,5 puntos porcentuales y por sobre los patrones históricos.

Hace presente que la variación acotada en los salarios en el mes de julio explica la mayor desaceleración en la variación interanual de los salarios nominales promedio, y que el mayor descenso se observa en el sector construcción, seguido por el sector minero. Añade que en términos reales, se advierte una desaceleración aún mayor si se considera el repunte de la inflación en el mes de julio.

En lo referente al tipo de cambio, este tendió a apreciarse en el último mes, en particular si se lo compara con economías emergentes y latinoamericanas. Añade que en términos reales, su apreciación fue cercana a 1% frente a la RPM anterior, lo que se produjo en un contexto en que se han elevado algunos indicadores de percepción de riesgo financiero, como es el caso de los *spreads* bancarios totales, el EMBI y los CDS para Chile.

En materia bursátil, destaca que la bolsa de valores local registró un cierto rebote en los últimos días, luego de exhibir una trayectoria de ajuste a la baja muy significativa, mayor que en otras economías y similar a lo observado en las economías latinoamericanas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo concerniente a la inflación, expresa que el IPC registró una variación de 0,2% en el mes de agosto, situándose dentro de los rangos de proyección contemplados en la Reunión pasada y en el cierre del último IPoM. Acota que con ello, la tasa de variación interanual se mantuvo en 2,2%.

Agrega que la inflación subyacente anotó una variación negativa, influida por efectos estacionales, y que, de este modo, su variación interanual se situó en 1,2%.

Consigna que la inflación del mes de agosto fue algo menor que lo proyectado en el reciente IPoM y en este sentido, expresa que la diferencia en materia de alimentos fue inferior a una décima y que en esta ocasión, las sorpresas a la baja se concentraron en la parte de bienes del IPC subyacente. En efecto, el gas registró un alza menor a la anticipada y, además, se produjo un alza de precios de los cigarrillos que se anunció, pero que no quedó materializada por razones específicas relacionadas con la forma en que el Instituto Nacional de Estadísticas mide la variación del precio de ese producto.

En cuanto a los registros futuros de inflación, se espera una trayectoria para la gasolina algo superior a lo contemplado en la Reunión anterior y ligeramente inferior a lo considerado en el último IPoM, atendido que los datos de los últimos días llevaron a una corrección muy importante en el precio internacional de la gasolina, esperándose incluso una baja de aproximadamente \$30 para las próximas semanas. Consigna que en la medida que se mantengan estos precios y dada la trayectoria de los futuros, se podrían observar disminuciones importantes en dichos precios en el lapso indicado, que incidirán principalmente en el IPC del mes de septiembre y en el del mes de octubre, con lo que incluso estas bajas podrían llevar dicho precio a la parte inferior del SIPCO.

Informa que de acuerdo con los antecedentes expuestos, la proyección de inflación al mes de diciembre se reduciría desde 2,6% a algo más de 2,4% anual.

Asimismo, plantea que para el mes de septiembre se espera un registro de 0,7%, en razón de temas estacionales por las alzas de alimentos y del transporte interurbano con motivo de las Fiestas Patrias, a lo que se suma un alza en el precio de los cigarrillos. Acota que las proyecciones de analistas particulares sitúan la inflación hasta en un 0,9% para dicho mes.

En todo caso, resalta que las expectativas de inflación en el horizonte relevante de política se han mantenido en 3% anual.

En lo relativo a la curva *forward*, señala que se incrementó respecto de la última Reunión y exhibe ajustes para la TPM menores que los que reflejan las encuestas.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto manifiesta que para esta Reunión de Política Monetaria, el mercado se inclina por la alternativa que se mantendrá la TPM en su nivel actual. Precisa que así lo refleja un porcentaje de sobre un 80% de las respuestas de la Encuesta de Expectativas Económicas y el 80% de las correspondientes a la encuesta Bloomberg y de la Encuesta de Operadores Financieros. Para la Reunión del mes de octubre, en tanto, una mayoría estima que se mantendrá la tasa rectora, mientras que un 40% de los encuestados espera una rebaja de 25 puntos base y menos del 10% de ellos proyecta una disminución de 50 puntos base.

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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro señala que se encuentra pendiente el análisis acerca de la diferencia que se observa actualmente entre la demanda interna y la demanda final y sobre la relevancia que reviste este tema.

Asimismo, acota que el PIB y el PIB Resto tienden a consolidarse en una cifra algo mayor que 4%.

Agrega que la apreciación del peso chileno en el último mes y la mantención de la inflación subyacente en un nivel bajo, sugieren una trayectoria de la inflación relativamente reducida, no obstante, y como contrapunto, se comienza a advertir que el consumo tendería a crecer a tasas menores.

En este aspecto, expresa que su principal preocupación radica en que la inflación y el consumo podrían sugerir una evaluación distinta de la política monetaria, en la medida que las presiones inflacionarias continúen bajas y el consumo aún se mantenga dinámico.

El Consejero señor Joaquín Vial destaca que las novedades son escasas y que más bien hay temas que deben ser objeto de seguimiento, entre ellos, el relativo al salario mínimo, ya que a su juicio, es conveniente observar la incidencia de su reciente reajuste en los salarios nominales, atendido su impacto en el potencial inflacionario y también sobre el diagnóstico de consumo.

Asimismo, plantea la conveniencia de analizar en profundidad el tema relacionado con tasas de participación laboral en Chile, con el objeto de determinar qué tan restrictivo es el mercado laboral y cuál sería la trayectoria posible de las tasas de desocupación y en este sentido, indica que sería preciso analizar los aumentos de la cobertura del sistema de educación terciaria y el envejecimiento de la población. Señala que este planteamiento se fundamenta en que las tasas de participación son bastante bajas, tanto para los hombres y las mujeres, comparadas con las que exhiben los países desarrollados.

Por último, sugiere explorar acerca de las importaciones de los bienes intermedios Resto, específicamente las razones de su descenso y si acaso concurren elementos que podrían traducirse en algún hecho inesperado o sorpresivo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace referencia a los hechos esperados que no se materializaron. Al respecto, señala que no se acumuló nueva evidencia de desaceleración de la demanda final, salvo una variación marginal en el gasto del consumo del Gobierno. En otras palabras, la evidencia acumulada desde la RPM anterior no avala ese componente del escenario base que resulta esencial para considerar una eventual rebaja de tasas de interés.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta un grado de preocupación por cuanto los últimos movimientos apuntan a un escenario con inflación más bien baja; un tipo de cambio algo más apreciado; y, un consumo que mantiene su dinamismo, lo cual reviste cierta complejidad.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comparte la preocupación planteada por el Consejero señor Enrique Marshall. En su opinión, un escenario de inflación baja y una apreciación del tipo de cambio constituirían una situación compleja, atendido que la brecha entre las tasas internas y externas sigue siendo bastante significativa.

En segundo término, destaca el comportamiento de la demanda interna y de las exportaciones e importaciones en lo que va transcurrido del tercer trimestre, que tendría un efecto importante en la cuenta corriente y en la balanza comercial de este período. De hecho, comenta que la evolución registrada por la cuenta corriente en el tercer trimestre del año pasado fue más negativa que la que se advierte en el tercer trimestre del año en curso.



Alude, asimismo, al estudio que se está realizando sobre las tasas de interés internas en relación con las externas. Sobre el particular, comenta que las tasas de los títulos soberanos chilenos en dólares estadounidenses han subido 130 puntos base, mientras que las tasas en pesos han caído, a diferencia de otros países latinoamericanos, tales como México y Perú en que se han incrementado. Indica que ello podría obedecer a un grado de desintegración de la economía chilena respecto del resto mundo; no obstante, que la serie de tiempo correspondiente no da cuenta de ello. Por esta razón, plantea la conveniencia de analizar las razones que explican dicha diferencia, porque si nuestras tasas de interés comienzan a registrar movimientos en el mismo sentido que las tasas externas, el efecto podría ser muy significativo y con consecuencias para la política monetaria.

Por último, plantea la conveniencia de incorporar en el próximo IPoM un análisis sobre la energía, atendido que constituye un tema que puede tornarse muy complejo y de hecho menciona que una importante empresa dejó de operar por su elevado costo.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, el Banco no solo debe referirse a su preocupación sobre este tema, sino que también cuantificar su efecto, de manera que su mensaje cobre mayor fuerza.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán alude a la publicación que efectuó el Banco de un *ranking* del nivel de costos de la electricidad en Chile en relación con otros países, que causó gran impacto. A su juicio, se debe efectuar un análisis que tenga algún objetivo de orden comunicacional.

El Consejero señor Joaquín Vial sugiere efectuar un análisis del impacto de costos sobre la base de la matriz insumo-producto.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que dicho análisis se está realizando nuevamente para fines de determinar los efectos relativos entre distintos sectores y subsectores dentro de la industria del sector productivo. Agrega que una idea alternativa consiste en efectuar el citado análisis en términos regionales, de forma tal de determinar cuáles son las regiones que se verían más perjudicadas y las que se podrían beneficiar mayormente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán considera oportuno estimar los posibles efectos de los altos costos de la energía sobre el crecimiento del PIB, así como también los que tendría sobre el producto, el hecho de atrasar diez años los proyectos energéticos.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que constituye un tema de preocupación la discrepancia entre los datos de demanda final y la evolución del comercio exterior y el producto. En efecto, la desaceleración de existencias ha generado algunas dudas respecto de su sustentabilidad, porque no se ha detectado que ella responda a una intención de reducir inventarios, sino que más bien podría ser de carácter casual y, por lo tanto, se podría observar algún rebote en las cifras de actividad o en las de exportaciones.

Lo expresado corresponde a una señal de cautela ante el planteamiento referente a la mantención del dinamismo del consumo privado como un factor de riesgo, ya que en la medida que se ha ido concentrando en este componente de variación de existencias, es posible que en el corto plazo se abra un nuevo frente de riesgo.

Al no formularse otros comentarios, siendo las 13:15 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A las 15:30 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 202.

El Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que la Reunión de Política Monetaria de marzo de 2014 se efectuará el día 13 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, expresa que las condiciones financieras han mostrado volatilidad durante el último mes, pero en términos netos no exhiben cambios relevantes, salvo por el aumento adicional de las tasas internacionales de largo plazo a la espera de la próxima decisión que adopte la Reserva Federal; que las encuestas recientes revelan mayor optimismo sobre la evolución de las economías avanzadas, en particular, del sector manufacturero, mientras que los indicadores de actividad y comercio exterior de China se han estabilizado y algunos han registrado una leve mejoría.

Agrega que el dólar estadounidense y los precios de las materias primas no han exhibido una tendencia marcada durante el último mes, sin perjuicio de destacar la mayor volatilidad que ha registrado el precio del petróleo con motivo de las tensiones en el Medio Oriente.

En lo atinente al plano local, señala que los antecedentes recientes de actividad y demanda interna mantienen el patrón de meses anteriores, esto es, un crecimiento más moderado de la actividad económica y la demanda interna, pero con mayor dinamismo de la demanda final. Añade que el empleo crece en torno a 2,5% anual, influido por los trabajadores por cuenta propia.

Hace presente que la inflación del mes de julio pasado estuvo algo por debajo de lo esperado y que el peso se apreció en el último mes tanto respecto del dólar estadounidense como también en términos multilaterales.

Por último, resalta que las expectativas de disminución de la TPM en el horizonte de política monetaria se han postergado o moderado, dependiendo de su medición; y que para esta Reunión, en particular, la mayoría de los encuestados anticipa que se mantendrá su actual nivel del 5% anual.

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

Como se ha indicado en Reuniones anteriores, la opción de disminuir la TPM puede justificarse ante la constatación de un menor impulso externo, la maduración del ciclo de inversiones en minería y las perspectivas de un menor dinamismo del mercado laboral y el consumo privado, todo lo cual debería reducir las presiones sobre la capacidad instalada, el mercado laboral y, en último término, la inflación. Consigna que las proyecciones recientemente publicadas en el IPoM del mes de septiembre son coherentes con este escenario.

En el ámbito internacional, los indicadores que se han conocido desde la última Reunión confirman una recuperación gradual del crecimiento de las economías avanzadas junto a una desaceleración de las economías emergentes. Hace notar que un aspecto positivo dentro de este grupo de economías emergentes lo constituye la estabilización de algunos de los indicadores de actividad y comercio exterior de China; sin embargo, se mantiene la preocupación acerca de la situación de su sistema financiero y las implicancias que reviste para el crecimiento de mediano plazo de esta economía y los precios de las materias primas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que el riesgo de un aumento más pronunciado del costo del petróleo también ha tomado mayor relevancia durante el último mes, aunque las noticias más recientes parecen haber atenuado estos temores, al menos en el corto plazo.

Agrega que los inversionistas internacionales siguen expectantes ante la próxima reunión de la Reserva Federal; y que las tasas de largo plazo de los bonos del Tesoro estadounidense y de otras economías avanzadas han continuado incrementándose, pero a diferencia de meses anteriores, sin provocar un deterioro adicional en los mercados emergentes. Plantea que los efectos de la mayor volatilidad financiera internacional en los últimos meses han sido más marcados en aquellas economías que presentan mayores vulnerabilidades externas, aunque hasta esta fecha en Chile han sido acotados.

En lo concerniente a la actividad en Chile, indica que desde el primer trimestre del año en curso se ha observado una desaceleración del PIB que ha estado impulsada por el menor crecimiento de la inversión, mientras que el consumo privado ha exhibido un mayor dinamismo. Las proyecciones presentadas en el último IPoM anticipan que la actividad seguirá evolucionando a un ritmo similar al observado en el primer semestre del año, mientras que la desaceleración de la demanda final debiera profundizarse en los próximos trimestres acorde con un menor dinamismo del consumo privado. Resalta que hasta el momento, la desaceleración de este componente del consumo privado ha sido menor, reflejando que tampoco se ha observado un ajuste significativo en la evolución de los ingresos laborales o en la disponibilidad de crédito para los consumidores.

En relación con las cifras de actividad, hace notar la discrepancia que se ha presentado en meses recientes entre las cifras de producción y las ventas finales, que en esta oportunidad se ha reflejado en una fuerte moderación de la acumulación de existencias. Explica que esta evolución no obedece a perspectivas de una desaceleración marcada de las ventas finales, ni tampoco se constata en las encuestas a empresas la percepción de inventarios excesivos en el comercio o en la industria; y si bien es posible que se trate simplemente de un tema estadístico, constituye un aspecto que debería continuar siendo objeto de análisis, por cuanto esta discrepancia se podría reflejar más en el ámbito de una reacceleración de la producción o de mayores importaciones.

En este contexto, plantea que la opción de mantener la tasa de política monetaria puede justificarse en que las condiciones en el mercado laboral aún son estrechas, la desaceleración de la actividad ha sido suave y la demanda final todavía exhibe un dinamismo relevante, a lo cual se agregan algunos riesgos externos que se han mitigado. Expresa que acumular mayor información permitirá verificar si las tendencias recientes de desaceleración de las ventas finales se profundizarán en los próximos meses, como se encuentra implícito en las proyecciones del último IPoM.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera concluye su presentación manifestando que el conjunto de consideraciones expuestas llevan a recomendar la opción de mantener la TPM en 5% anual en esta oportunidad, junto con continuar con el sesgo a la baja que se introdujo en el Comunicado de la Reunión anterior. Agrega que esta recomendación coincide con la expectativa de consenso o mayoritaria en el mercado para esta Reunión, por lo que no tendría mayores efectos sobre la curva de tasas de interés ni en otros precios financieros.

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, de manera que procederá a darle lectura, con el objeto que quede inserto en el Acta de esta Sesión:



BANCO CENTRAL DE CHILE

“El escenario económico internacional sigue mostrando un panorama incierto, con fluctuaciones relevantes en los mercados financieros y los precios de *commodities*, generando volatilidad en las economías exportadoras de estos productos.

La Zona Euro mostró durante el segundo cuarto de este año el primer incremento trimestral positivo del PIB tras seis trimestres de caídas consecutivas. Estados Unidos de América lidera la recuperación del mundo desarrollado, con un crecimiento trimestral anualizado y desestacionalizado de 2,5% durante el segundo trimestre, tras una expansión de 1,1% el primero. En Japón, se revisó fuertemente al alza el crecimiento del segundo trimestre, desde 2,6% trimestral anualizado y desestacionalizado, a 3,8%. Pese a estas noticias auspiciosas, la situación de las economías desarrolladas sigue enmarcada dentro de un contexto de débil crecimiento.

China ha mostrado síntomas de desaceleración en el último tiempo, con una tasa de crecimiento anual en el segundo trimestre de solo 7,5%, tras crecer 7,7% el trimestre previo. Sin embargo, la producción industrial del mes de agosto registró una aceleración, logrando un incremento de 10,4% anual, el mayor aumento en 17 meses. Las exportaciones también se aceleraron en ese mes respecto a los meses previos.

Este rebalanceamiento del crecimiento mundial ha llevado a cambios en la dirección de los flujos de capitales, que han comenzado a retirarse de las economías emergentes.

En el ámbito interno, las cifras siguen mostrando un escenario de desaceleración. La actividad económica creció solo 4,3% durante el primer semestre, resultado menor al 5,6% de 2012 y aunque en julio la economía mostró un crecimiento de 5,3%, el resultado estuvo por debajo de las expectativas del mercado. Este desempeño de la economía ha afectado paulatinamente las expectativas de crecimiento de los agentes. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile, se espera un crecimiento para 2013 de 4,3%, menor al 4,4% de la encuesta de julio y al 4,6% esperado en junio pasado.

El consumo sigue creciendo, sostenido por la robustez del mercado laboral. Sin embargo, las remuneraciones reales se están desacelerando en forma importante y las expectativas de los consumidores se han deteriorado. Las remuneraciones reales en julio crecieron 2,9% anual, tras un incremento de 3,8% en junio y 5% en mayo. El IPEC de agosto se ubicó en 50,4 puntos, apenas sobrepasando la zona de optimismo, en circunstancias que solo en abril de este año estaba en 59,2 y el componente de percepción de la situación personal actual de ese mismo periodo ha caído desde 53,2 a 42,9.

Los síntomas de una desaceleración de la inversión se manifiestan con fuerza. Las importaciones de bienes de capital crecieron 0,2% en agosto, tras crecer 18,2% en julio. El IMACON se ha desacelerado durante la primera mitad de 2013, pasando desde un crecimiento promedio de 10,6% en 2012 a una tasa de 4,9% en los primeros siete meses de este año, lo que revela que ambos componentes de la inversión en capital fijo siguen mostrando síntomas de desaceleración. Adicionalmente, la Inversión Extranjera Directa en Chile acumulada en doce meses se ha reducido en términos interanuales. En julio, esta cifra alcanzó los US\$26.576 millones, menor a los US\$29.389 millones de julio de 2012, y también inferior a la cifra de marzo, cuando se registró un record de Inversión Extranjera Directa en Chile de US\$33.540 millones.

La inflación registró una variación mensual de 0,2% en agosto y de 2,2% en doce meses. En el resultado del mes agosto destacó el aumento en el precio de la gasolina, que tuvo la mayor incidencia en ese período. Además, es necesario destacar que la inflación de no transables fue de -0,1% mensual, por lo que el aumento del IPC en agosto se explica por la inflación de 0,5% en el componente de transables.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La inflación subyacente también se mantiene acotada, ya que el IPCX y el IPCX1 se encuentran en niveles de 1,6% y 2%, respectivamente, lo que refleja que hay una contención generalizada de precios. Las expectativas de inflación apuntan a que este indicador se ubicaría en 2,5% a fines de 2013 y anclado en 3% hacia fines de 2014 de acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

Los datos nos muestran que la desaceleración económica sigue su curso en un contexto de inflación bajo control. El mercado tiene internalizada una rebaja de la tasa de política monetaria en el corto plazo, como se colige de la última Encuesta de Expectativas Económicas en que se espera que esta baje 25 puntos base hacia diciembre de 2013 y que tenga un segundo recorte de 25 puntos base a comienzos de 2014.

Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, se sugiere comenzar un nuevo ciclo de reducción de la tasa rectora. La inflación permanece en la parte baja del rango de tolerancia y con este movimiento se contribuiría además 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.

El Consejero señor Joaquín Vial inicia su intervención agradeciendo el análisis y recomendaciones realizados por la Gerencia de División Estudios, que comparte en todos los aspectos fundamentales. Expresa que como era esperable, su visión se encuentra muy alineada con la descrita hace una semana en el último IPoM.

En lo concerniente al plano internacional, estima que lo más destacable es la consolidación de un crecimiento moderado en Estados Unidos de América, mayor tranquilidad en Europa y un conjunto de indicadores que sugieren que la desaceleración de China habría pasado su punto más bajo. Por otra parte, continúa el deterioro en el desempeño en diversos países emergentes y en estos últimos, llama la atención que la balanza se inclina por medidas de política monetaria y cambiaria orientadas a frenar la depreciación de las monedas y la inflación, en un claro contrapunto con las economías avanzadas.

Hace presente que en el plano local se mantienen las tendencias descritas en el IPoM, resaltando la sostenida caída en inventarios que sugieren las cifras disponibles, así como las señales de una desaceleración significativa de las importaciones. En su opinión, los datos de los próximos meses serán claves para identificar posibles cambios de tendencia, ya sea hacia una desaceleración significativa de la demanda final o a un aumento de la demanda interna.

Agrega que la inflación ha seguido sorprendiendo a la baja y se observan señales incipientes de desaceleración en los salarios, si bien en este último caso habrá que esperar el próximo dato para aislar el efecto del cambio de fecha de entrada en vigencia del reajuste del salario mínimo, antes de emitir un veredicto más definitivo.

En este contexto, el Consejero señor Joaquín Vial estima que lo más apropiado es acoger la recomendación de la Gerencia de División Estudios, en el sentido de mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro inicia su intervención destacando que se han consolidado los grandes patrones que se han discutido en las últimas Reuniones y que están recogidos en el último IPoM. En este sentido, Estados Unidos de América se recupera lentamente y los primeros indicios de un cambio en su política monetaria están por iniciarse y de hecho, las tasas de interés externas así lo consideran. Agrega que las señales en Europa siguen mostrando una economía estancada, mientras que los datos de China dan cuenta de que el crecimiento se ha estabilizado en torno al 7,5%, y a ello ha contribuido la recuperación de sus exportaciones a Estados Unidos de América y la ejecución de un programa de infraestructura pública.

Plantea que desde nuestra perspectiva, ello se ha traducido en tres grandes fenómenos. En primer lugar, las tasas largas en Estados Unidos de América se han mantenido altas y han seguido incrementándose levemente; en segundo término, la mayor estabilidad que se percibe en los diferentes frentes ha aminorado los costos de financiamiento de las economías emergentes, lo que se ha traducido en las últimas semanas en una mayor estabilidad en los mercados financieros y en una apreciación de las monedas de los países emergentes, en que el peso chileno no ha sido la excepción; y, por último, el precio de los principales *commodities*, en particular el del cobre, se ha mantenido estable.

En lo concerniente al ámbito interno, señala que no se han producido novedades relevantes en relación a la última Reunión. Las cifras de actividad siguen mostrando un crecimiento en torno al 4% y 4,5% descontados los patrones de estacionalidad, mientras que algunos indicadores de demanda interna continúan más robustos; la inflación fue algo menor a la esperada; y la inflación subyacente sigue exhibiendo presiones acotadas que la mantienen en torno a 1% anual, aunque las proyecciones anticipan su acercamiento hacia 2% a fines de este año.

Indica que los antecedentes siguen apuntando a una moderación de los principales componentes de la demanda, aunque a una velocidad que hasta ahora ha sido difícil de anticipar. Con todo, sigue siendo claro que el principal impulsor del dinamismo del consumo lo constituye el mercado laboral, sin una incidencia mayor del crédito.

A su juicio, mientras el consumo y la inversión sigan creciendo de manera persistente a tasas similares a las actuales, será difícil visualizar que la actividad se desacelere aún más; pero, al mismo tiempo, con un consumo que no se encuentra desviado de sus fundamentales, es posible que una actividad que crece a tasas algo por sobre el 4% y un tipo de cambio real estable en los valores actuales, junto con menores presiones salariales, tienda a mantener la inflación acotada por un período más prolongado.

El Consejero señor Sebastián Claro considera que las dos opciones planteadas por la Gerencia de División de Estudios son válidas. No obstante, manifiesta inclinarse por mantener la Tasa de Política Monetaria por las razones que pasa a exponer. Por una parte, objetivamente las cifras han mostrado que la economía ha logrado mantener cierto *momentum*, con una desaceleración de la actividad acotada, por lo que estima que mantener la tasa actual sigue entregando amplios espacios de movimiento y de evaluación futura, por lo que en este sentido, no constituye una decisión grave. Por otra parte, es una resolución esperada por el mercado, por lo que, en su opinión, no se visualizan razones para sorprenderlo.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual, como también el sesgo del Comunicado de la Reunión anterior.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión de Política Monetaria.

Indica que el Consejo llega a esta Reunión una semana después de haber divulgado el último IPoM, y que las noticias conocidas desde entonces no son muchas y tampoco modifican sustancialmente el panorama descrito en dicho Informe.

En el frente externo, los mercados financieros han mostrado una leve mejoría mientras permanecen atentos a las decisiones que puedan adoptar las autoridades monetarias en Estados Unidos de América; y en materia de crecimiento, se reafirman las perspectivas de una gradual recuperación en las economías desarrolladas junto con una desaceleración en el mundo emergente que se manifiesta con variantes apreciables entre países.

En lo atinente al frente interno, menciona que los datos de actividad siguen dando cuenta de una desaceleración; sin embargo, la demanda continúa ajustándose con lentitud. En particular, el consumo sigue mostrando dinamismo, lo que se sustenta en la positiva evolución del empleo y las remuneraciones. Con todo, el ajuste a la baja en las expectativas de los hogares, la desaceleración de la inversión y el ritmo moderado al que evolucionan los créditos de consumo, permiten anticipar un ajuste del consumo en los próximos trimestres.

Agrega que la inflación sigue en un proceso de normalización, en línea con expectativas de mercado en torno al 3% anual en el horizonte de política.

En lo concerniente a la TPM, comenta que las expectativas de mercado han reducido levemente la magnitud de un eventual ajuste y han postergado la fecha de su materialización.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa coincidir con la minuta de la Gerencia de División Estudios en el sentido que las opciones de política plausibles son nuevamente mantener la TPM o reducirla en 25 puntos base. A su juicio, ambas opciones son coherentes con una estrategia de política que, sin señalar el momento preciso en que ello ocurrirá, anticipa un recorte acotado en el nivel de la tasa rectora.

Pensando en la decisión de esta Reunión y en la orientación de la política para los próximos meses, considera que son varios los elementos que es necesario ponderar.

Plantea que una primera consideración es si las señales de desaceleración son o no suficientes para justificar un recorte. En su opinión, tales señales existen, pero parece recomendable o prudente esperar hasta que se consoliden.

Un segundo punto, muy relacionado con el anterior, se refiere al nivel de la tasa. Si bien la TPM se ubica en un rango de valores que se puede considerar como normal para Chile, es enorme el diferencial que presenta respecto del resto del mundo y particularmente de los países desarrollados, con todas las implicancias que tiene para la conducción de la política monetaria. A su juicio, ello sugiere que existe espacio para un recorte y que no va a cambiar esta situación en los próximos meses.

Manifiesta que un tercer elemento lo constituye la magnitud del ajuste que se proyecta realizar. En efecto, cuando se plantea un recorte muy acotado, surge una inquietud, que le parece legítima, en orden a si no es mejor privilegiar la estabilidad. En su opinión, el Consejo no está enfrentado a una disyuntiva de este tipo en la presente coyuntura.

Indica que un cuarto punto se refiere a los efectos de un recorte. Estima que en estas circunstancias, un ajuste acotado como se ha planteado, puede inducir cambios en la composición de la demanda que faciliten el necesario ajuste interno de la economía, mientras



BANCO CENTRAL DE CHILE

que postergar indefinidamente una decisión favorece el retorno a un escenario con un peso más apreciado, baja inflación y un consumo que modera su crecimiento muy lentamente, con todas las complejidades que ello conlleva.

Expresa que una consideración adicional relevante para esta Reunión es que el mercado espera que se mantenga la tasa rectora. Si bien ello no debe ser tomado en sí como una limitación o una restricción absoluta, considera que en estas circunstancias, una acción sorpresiva no sería fácil de absorber por el mercado.

En suma, estima que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria y esperar un tiempo adicional antes de adoptar una decisión surge con mayor claridad, sobre todo si no se advierte la existencia de alguna situación contraria en este sentido.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 5% anual y que se inclina, además, por conservar el tenor del Comunicado de la Reunión anterior.

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 el análisis presentado por personeros de la Gerencia de División Estudios y señala que hace suyos los antecedentes que se contienen al comienzo de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes elementos y comentarios.

En el ámbito externo, menciona que resulta cada vez más evidente que Estados Unidos de América se encuentra próximo a iniciar el retiro de los estímulos monetarios extraordinarios, lo que ha generado incrementos en las tasas de interés en ese país que se vinculan a mejores perspectivas de crecimiento y a una política monetaria que acompañaría al proceso de recuperación que se espera siga manteniendo esa economía.

Sin embargo, dichas variaciones también han influido en las tasas de interés en otras regiones del mundo, en particular en la Zona Euro, en que el aumento que han registrado las tasas de interés de largo plazo no responde de manera alguna a perspectivas de mayor crecimiento ni al retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos de América, sino que básicamente a una reacción frente a los acontecimientos financieros de ese país. Por el contrario, agrega que en una economía que no necesita retirar estímulos monetarios sino que mantenerlos, el aumento evidenciado en las tasas de interés no constituye una buena noticia y en este sentido, hace notar que ya se aprecian algunos efectos, tales como la reciente petición de un nuevo rescate de Grecia o el extraordinario repunte que ha tenido el riesgo soberano en algunas economías, citando el caso de Portugal.

En conclusión, si bien las economías desarrolladas, en promedio, presentan mejores perspectivas al igual que las economías emergentes, existen algunos elementos y matices que deberían llevar a calificar esa apreciación.

En este sentido, en lo concerniente a las economías emergentes se refiere al caso de India que es una economía que tiene relativamente menor peso en términos de comercio y de flujos financieros internacionales, sin perjuicio de representar mayor importancia en lo referente a su producto interno bruto, la que se acrecienta si se considera el tamaño de su población y su relevancia política. En consecuencia, el hecho de que esa economía presente evidentes signos de debilidad y vulnerabilidad frente a los acontecimientos recientes de la economía internacional, constituye un elemento que debería ser motivo de preocupación por la importancia que representa esa economía en los diferentes ámbitos descritos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, destaca que las cifras recientes de la economía china muestran que su proceso de desaceleración se ha detenido, incluso desafiando en algún momento las expectativas, y que sus PMI se mantienen relativamente estables, lo que permite observar las perspectivas de esa economía con menor pesimismo. Sin embargo, destaca que los indicadores de confianza de los consumidores chinos han venido disminuyendo durante el presente año desde niveles cercanos a 108 a otros del orden de 97 puntos en la actualidad, siendo 100 puntos el valor de referencia, lo que constituye su menor nivel desde mediados de los años noventa, fecha a partir de la cual se llevan registros de este indicador.

En su opinión, no siempre es fácil interpretar los números provenientes de la economía china; sin embargo, si se tratara de una economía más similar a la chilena, un deterioro del indicador de confianza de la magnitud antedicha constituiría un anticipo sobre una mayor debilidad del consumo interno y del consumo privado futuro. Si así fuera, estima complejo que un programa de infraestructura o de inversión pública como el planteado por las autoridades de ese país pudiera compensar ese efecto, de lo que se infiere que también existen elementos de riesgo que se observan en lo futuro.

En el ámbito interno, señala que la actividad creció algo por debajo de lo esperado, lo mismo que la inflación, sin embargo, las cifras recientes sobre demanda final dan cuenta de que no ha tenido lugar la desaceleración esperada. No obstante, ella se materializaría en tanto la confianza de los consumidores, que es una variable que normalmente ha anticipado adecuadamente los vaivenes del consumo de las familias, también ha venido disminuyendo, lo mismo que la masa salarial, que se ha desacelerado por varios meses, pese a que en las cifras más recientes se evidenció un fuerte crecimiento del empleo del orden de un 2,5% en términos anuales. A su juicio, en virtud de ese aumento del empleo, difícilmente se puede señalar que las condiciones se mantienen estrechas, ya que son más estrechas en el mercado laboral.

Añade que sería esperable alguna reacción de los precios relativos frente a perspectivas de menor impulso externo, lo que de hecho se evidenció hace unos meses, aunque en lo más reciente, el peso chileno se ha venido apreciando lentamente tanto frente al dólar estadounidense como en términos multilaterales. A su juicio, este último movimiento va en el sentido contrario a lo que son los estímulos que provienen de la economía internacional.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sostiene que lo expresado a lo que se agregan niveles de inflación que han estado bajos, como se señaló en el análisis inicial, conforma una combinación que requiere ser observada con cuidado para ver si constituye o no una tendencia. Estima que en caso afirmativo, constituiría una tendencia que debería ser motivo de preocupación para el Consejo y que ameritaría consiguientemente la evaluación de cursos de acción.

Con todo, estima que la mezcla de los elementos descritos tiende a confirmar lo consignado en el último Informe de Política Monetaria. En su opinión, varios de ellos constituyen cambios en el margen respecto del escenario base, por lo que, en consecuencia, coincide con la recomendación de la Minuta de Opciones en cuanto a mantener la Tasa de Política Monetaria en 5% anual, así como también con el sesgo a la baja en el Comunicado.

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 primer término, consigna que el escenario externo no ha cambiado mayormente desde la Reunión anterior. Por una parte, las economías desarrolladas parecen consolidar una cierta mejora y, por otra, las emergentes enfrentan problemas derivados del aumento de las tasas de interés internacionales, producto a su vez del eventual inicio del retiro monetario en Estados Unidos de América.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta que esta economía sigue mostrando cierta fortaleza y que su mercado laboral repunta, aunque aún está lejos de los niveles que se consideran normales en términos de producción y empleo. Añade que el mercado está expectante ante la reunión de la próxima semana donde la Reserva Federal podría iniciar el cambio de política.

Destaca que Japón ha sorprendido con dos trimestres de crecimiento cercanos a 4%, pero persisten dudas en cuanto a su sostenibilidad. Europa, por su parte, ha mejorado en el margen, liderado por Alemania y Francia, pero las bases de su recuperación aún son frágiles y persisten los problemas de la periferia.

Hace presente que la atención está puesta en los emergentes, aunque las últimas novedades en cuanto a que se habría frenado la desaceleración en China, y que incluso se podría estar frente a un cierto repunte, hacen ver en el margen esta situación con algo de mayor optimismo. Agrega que Brasil, Turquía, India, Indonesia y Sudáfrica son países que deben ser monitoreados de cerca, porque presentan vulnerabilidades, unos más que otros, que si se potencian pueden afectar al resto del mundo emergente.

Por último, indica que el precio del petróleo ha mostrado fluctuaciones producto de las tensiones y los cambios en las apreciaciones en relación a Siria.

El Presidente señor Rodrigo Vergara señala que en Chile tampoco se observan cambios fundamentales. En efecto, por una parte, se mantiene la desaceleración de la actividad, que estaría creciendo entre 4 y 4,5%; y, por otro lado, la demanda interna también se desacelera y podría crecer en el tercer trimestre menos que el PIB, lo que tendría consecuencias sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, llevando a un menor déficit. No obstante, de alguna manera sorprende que esta desaceleración siga liderada fundamentalmente por una reducción de inventarios, a la vez que el consumo continúe relativamente dinámico.

En su opinión, es necesario tener una mejor evaluación sobre esta caída de inventarios, porque podría ser un indicador anticipado de un menor consumo e inversión en capital fijo en adelante, pero también podría estar anticipando una recuperación en estos mismos inventarios, lo que tendría impacto sobre la demanda interna.

Plantea que las menores expectativas de los consumidores y una masa salarial en el margen algo menos dinámica serían anticipos de la desaceleración esperada en el consumo; no obstante, aún no es confirmada por datos efectivos de esta variable. Comenta que algo similar ocurriría con las expectativas empresariales y la inversión, que ya ha mostrado indicios de desaceleración, aunque sigue creciendo a tasas elevadas.

Agrega que las importaciones se han moderado. Entre estas últimas, destaca las de bienes intermedios, que llevan cuatro meses de crecimiento negativo en doce meses, en tanto que las de consumo y las de bienes de capital han moderado su crecimiento a cifras en torno a 8% en los últimos tres meses. Agrega que las colocaciones se mantienen estables, creciendo a tasas moderadas.

Manifiesta que la fortaleza del consumo y un crecimiento que, aunque más bajo, no está significativamente alejado del crecimiento potencial, dan tiempo al Banco Central de Chile para seguir monitoreando la situación antes de tomar una decisión con respecto al cambio en la TPM. En su opinión, en los próximos meses se debiera comenzar a observar una desaceleración del consumo privado y tampoco se puede descartar que también se advierta alguna mayor intensidad en la desaceleración de la actividad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Añade que la inflación sigue baja y que incluso no es descartable que sea menor que la proyectada en el reciente IPoM. La inflación subyacente, por su parte, se mantiene bajo el rango de tolerancia y se espera que vuelva muy gradualmente a este.

Con todo, concluye que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son las más razonables, ya que mantener la TPM es consistente con el dinamismo de la demanda final, lo que se vincula también con el todavía elevado déficit de la cuenta corriente. A su juicio, bajar la TPM en 25 puntos base es consistente con un escenario externo complejo para nuestra economía, con una inflación que sigue baja y que pareciera que seguirá bajo la meta del Banco por un tiempo; con una inflación subyacente particularmente baja; con expectativas de inflación a mediano plazo ancladas en 3% anual; con la desaceleración de la actividad; y, con indicadores líderes que anticipan una desaceleración de la demanda.

En su opinión, es importante continuar con la política de no reaccionar a datos puntuales y seguir proyectando tendencias, por cuanto se han visto recientemente algunos datos que podrían haber llevado al Consejo en una u otra dirección, lo que hubiera sido un error. Asimismo, se puede anticipar que se presentarán datos volátiles en el futuro inmediato, lo que tampoco nos puede hacer perder la perspectiva de mediano y largo plazo.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que en estas circunstancias, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel de 5% anual y por no introducir cambios al tono del Comunicado.

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

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

N° 202-01-130912 - Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 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 mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

En el ámbito externo, las condiciones financieras globales no registran cambios significativos respecto de un mes atrás, pero se mantiene una alta volatilidad ante la expectativa de retiro parcial del estímulo monetario en Estados Unidos y las vulnerabilidades financieras en algunas economías emergentes y otras de la periferia europea. Los antecedentes conocidos recientemente son coherentes con la perspectiva de recuperación gradual de Estados Unidos, mientras diversos indicadores para China muestran que no habría continuado su desaceleración en los últimos meses. Los precios de materias primas no registraron una tendencia marcada en los mercados internacionales, aunque destaca la alta variabilidad exhibida por el precio del petróleo ante las tensiones geopolíticas en Medio Oriente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el plano local, los antecedentes recientes de actividad y demanda conservan el patrón de meses anteriores: un crecimiento moderado de la producción y un dinamismo del consumo privado. La inflación total sigue dentro del rango de tolerancia, mientras que las medidas subyacentes continúan en valores cercanos a 1% anual. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta en el horizonte de política.

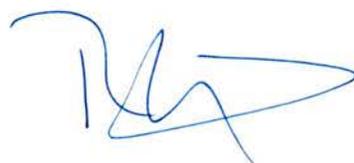
La consolidación de las tendencias delineadas en el último IPoM podría requerir de ajustes en la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte 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 precedente.

Se levanta la Sesión a las 16:30 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



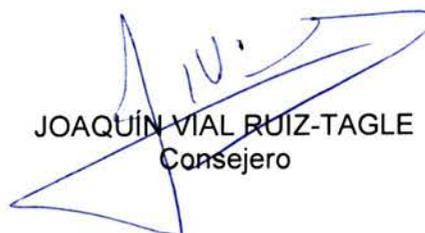
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero