

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°233, celebrada el 12 de abril de 2016.

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes, el Vicepresidente don Sebastián Claro Edwards y los Consejeros don Joaquín Vial Ruiz-Tagle, don Pablo García Silva y don Mario Marcel Cullell.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

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

1. Antecedentes y opciones

Tanto la minuta de antecedentes como la presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basadas en información públicamente disponible, pueden ser consultadas en la página web del Banco^{1/}.

^{1/} <http://www.bcentral.cl>

Desde la última Reunión, los mercados financieros habían continuado favoreciendo la toma de riesgos, en parte, por una visión algo más optimista respecto de la economía china y por la postura más cauta de la Presidenta de la Reserva Federal (Fed) en relación con la evolución de la política monetaria en EE.UU. En Chile, con vaivenes, la bolsa, los premios soberanos y el tipo de cambio se habían mantenido en niveles similares a los observados en la Reunión pasada. El peso, incluso, estaba algo más apreciado cuando se comparaba el promedio de los últimos diez días previos al cierre estadístico de cada Reunión. El precio de la mayoría de las materias primas, y en particular las expectativas respecto de su trayectoria futura, habían descendido al cierre estadístico de los antecedentes para esta Reunión, aunque seguían mostrando un importante grado de volatilidad. Las tasas de largo plazo en las economías desarrolladas permanecían en niveles bajos, síntoma de que las perspectivas para el crecimiento del mundo seguían pesimistas.

En Chile, más allá de los efectos del año bisiesto, en febrero, el IMACEC había crecido por sobre lo esperado, impulsado principalmente por líneas asociadas al consumo privado, que, en contraste con la inversión, mostraba algo más de dinamismo. El mercado laboral continuaba con su proceso de ajuste gradual, en línea con lo previsto, mientras las expectativas de consumidores y empresas seguían en niveles pesimistas. Con todo, en términos generales, la actividad no se había desviado materialmente respecto de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo.

La inflación de marzo había sorprendido a la baja, con diferencias concentradas en ítems que usualmente eran más sensibles a los movimientos del tipo de cambio. Entre ellos, destacaban algunos ítems de bienes SAE —como vestuario—, transporte y algunos alimentos. La inflación de no transables seguía alta y sin sorpresas respecto de lo previsto.

En cuanto al impacto de la nueva información sobre la trayectoria esperada para la inflación, se debían considerar los siguientes elementos. Primero, más allá de la sorpresa, los datos de inflación se enmarcaban dentro del análisis presentado en el último IPoM. Esto, por cuanto en él se sostuvo que en el corto plazo la dinámica de la inflación estaría muy ligada a la evolución de los bienes transables, al tiempo que los no transables descenderían solo gradualmente de la mano de holguras que permanecían relativamente acotadas, de un mercado laboral que se ajustaba gradualmente y por los efectos de la indexación. En segundo lugar, era evidente que si los precios de los combustibles evolucionaban de acuerdo con lo previsto recientemente por el mercado y el tipo de cambio fluctuaba en torno a los niveles prevalecientes al cierre estadístico de esta Reunión, la convergencia de la inflación se daría algo más rápido que lo esperado. Con todo, se debía

reconocer que existía un grado relevante de incertidumbre respecto de estos supuestos. Por una parte, el tipo de cambio real (TCR) se mantenía en niveles algo por debajo de lo que sugerían sus fundamentales de corto plazo y, por otra, no era fácil cuadrar los datos macro efectivos y esperados para EE.UU. con un comportamiento de la Fed tan pasivo como el implícito en el precio de los activos financieros. Además, las expectativas para el valor futuro de los combustibles habían mostrado una alta volatilidad. En tercer lugar, a menos que se observara una intensificación de las mismas, el impacto de las noticias del mes sobre las perspectivas de mediano plazo para la inflación debería ser pequeño, toda vez que no deberían dar origen a efectos de segunda vuelta de importancia.

Así, la información del mes no sugería cambios en la orientación general de la política monetaria respecto de lo propuesto en el último IPoM. En particular, todavía se preveía que la convergencia de la inflación a la meta requeriría de un retiro parcial del estímulo monetario dentro del horizonte de política. Evidentemente, la velocidad de dicho retiro sería contingente a los datos que se conocieran. En particular, de materializarse perspectivas de una convergencia más rápida de la inflación, el ritmo de la normalización podría ser algo más pausado.

Con todo, era importante notar que, más allá de las noticias y los cambios en la proyección, la inflación seguía siendo alta, especialmente la SAE, y que se proyectaba que esta última solo disminuiría gradualmente. Como se había mencionado en ocasiones anteriores, esto constituía en sí mismo un riesgo, en especial, si se consideraba que las buenas noticias estaban asociadas a elementos volátiles y que, en las circunstancias actuales, el costo de desviaciones al alza de la inflación era mayor que el de desviaciones a la baja.

En este contexto, la División Estudios consideró que la opción de adelantar un alza de la tasa de política monetaria (TPM), subiéndola a 3,75%, para así minimizar los riesgos de un atraso relevante de la convergencia inflacionaria, seguía siendo una opción válida a considerar, aun cuando la información conocida durante el mes indicaba que este riesgo había disminuido.

Por su parte, en línea con lo planteado en el reciente IPoM, la opción de mantener la TPM en 3,5% se presentaba como la más coherente con el escenario actual y sus riesgos. Esta opción se apoyaba, además, en el hecho que las expectativas de inflación permanecían bien ancladas.

Respecto del sesgo, dado que los argumentos presentados en esta Reunión indicaban que la convergencia de la inflación a la meta continuaba requiriendo un retiro parcial del estímulo monetario, mantener el sesgo al alza surgía como

la alternativa más coherente. Sin embargo, como se había descrito en detalle en el último IPoM, los antecedentes recogidos desde esa fecha indicaban que, de darse los supuestos del escenario base, la normalización de la política monetaria ocurriría a un ritmo más pausado que lo estimado en diciembre, situación que la División Estudios creía era conveniente se reflejara en el Comunicado de esta Reunión.

2. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, en términos generales, los datos del escenario interno como externo se enmarcaban dentro de lo previsto en el escenario base del IPoM de marzo. En el plano externo, resaltaron la mayor calma que mostraban los mercados financieros internacionales respecto de comienzos de año. Un Consejero mencionó que esta relativa calma tenía como trasfondo importantes riesgos, que en parte explicaban las señales de política que habían dado las autoridades de China y EE.UU. A su juicio, estos riesgos se vinculaban a cuatro elementos. Primero, el cauce aún desbalanceado de la recuperación en las economías más desarrolladas, con una brecha importante entre el dinamismo del sector servicios, el empleo y el consumo, versus la lenta recuperación del sector industrial, el comercio exterior y la inversión. Ligado con lo anterior, agregó, persistía la preocupación por una dinámica de competencia cambiaria en el mundo desarrollado, lo que, a su vez, reflejaba el limitado campo de maniobra con que contaba la política económica en estos países ante los desafíos actuales y potenciales que enfrentaban. Finalmente, persistía la preocupación por la volatilidad de los mercados financieros y los riesgos de restricciones o reversiones de flujos de capitales que pudieran dañar especialmente a los países emergentes. En otras palabras, concluyó, la combinación de la relativa calma de las últimas semanas y la persistencia de riesgos subyacentes constituía un escenario en el cual las probabilidades de un empeoramiento o mejora del entorno externo relevante para Chile no se resolvían en una dirección u otra, justificando el balance de riesgos contemplado en el IPoM.

Un Consejero resaltó que el escenario externo seguía siendo la principal fuente de incertidumbre. Destacó el mejor tono para los precios de los productos básicos, de la mano de condiciones monetarias globales que se apreciaban más holgadas, lo que, probablemente, estaba detrás del fortalecimiento del peso en los últimos meses. Sin embargo, desde una perspectiva más general, el panorama de actividad de corto plazo seguía siendo débil tanto en EE.UU. como en la Eurozona y Japón, los riesgos de deflación continuaban presentes en estas dos últimas zonas económicas, y costaba pensar que las mejores cifras de actividad en China respondieran a un genuino y duradero rebalanceo de dicha economía.

El sistema financiero internacional continuaba sometido a presiones, lo que se veía en las valoraciones bursátiles de algunas importantes instituciones bancarias globales. Aún había dudas y mucha discusión sobre cuál sería el ritmo apropiado de normalización efectiva de la tasa de los fondos federales, así como respecto del desenlace de las distintas tensiones en América Latina. En síntesis, en lo grueso, los riesgos externos seguían claramente presentes.

Un Consejero señaló que la relativa calma en los mercados globales se daba en medio de un fuerte debate sobre la efectividad de políticas monetarias con tasas de interés negativas y sus posibles riesgos sobre la estabilidad financiera, así como por algunos síntomas de mayor preocupación sobre eventuales presiones inflacionarias en EE.UU. y el Reino Unido. Todo ello apuntaba a que los riesgos que se identificaron en el IPoM seguían plenamente vigentes.

Un Consejero indicó que la gran interrogante era la razón del cambio de ánimo de los mercados financieros internacionales. A su juicio, lo central era una perspectiva de política monetaria en EE.UU. algo más expansiva de lo que se podía haber anticipado. De hecho, añadió, las declaraciones de la Presidenta de la Reserva Federal refrendaban esta visión de mercado sobre una normalización monetaria en EE.UU. más lenta. Era posible que esto reflejara una genuina debilidad en la economía estadounidense. Alternativamente, podía ser fruto de una natural tensión con el mercado respecto de cómo salir de un ciclo ultraexpansivo de política monetaria de manera gradual, que, por cierto, era una decisión compleja y de una comunicación difícil por parte de la Fed. Por ahora, lo cierto era que esta perspectiva, junto con una señal de mayor estabilidad en China, por lo menos en el corto plazo, había significado un periodo de mayor apetito por activos emergentes. En su opinión, era posible que este fenómeno durara algunos trimestres, aunque finalmente tuviera un componente transitorio importante, ya sea porque los datos en Estados Unidos de América indujeran a una normalización de la política monetaria algo más rápida o porque el escenario de debilidad mundial prolongado inevitablemente terminaría afectando las perspectivas en las economías emergentes, más de lo que ya estaba implícito en las proyecciones. Por esto, finalizó, creía que existían riesgos genuinos de que la tranquilidad actual fuese transitoria y que en los próximos trimestres se observara un ajuste de flujos y precios de activos en la dirección opuesta.

Un Consejero destacó que era temprano para sacar conclusiones demasiado optimistas de este escenario de calma externa, porque aún quedaban desequilibrios y ajustes importantes en distintas partes del mundo que, de no seguir por un sendero suave, podrían generar que mayores niveles de volatilidad retornaran al mercado en el futuro.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que el dato de actividad de febrero —superior a lo previsto— y de inflación de marzo —inferior a lo previsto— no era información suficiente para modificar la evaluación del IPoM de marzo. Un Consejero mencionó que la economía chilena había tenido un comportamiento marginalmente más favorable de lo anticipado, pero siempre dentro de la fase de mayor desaceleración económica que se venía manifestando desde el último trimestre del 2015. La información sugería que el primer trimestre no había sido tan débil como se temía. Aun así, las expectativas de los consumidores y las empresas se mantenían en terreno negativo, mientras que las exportaciones no daban señales de una aceleración significativa. Hizo notar que el mayor dinamismo del consumo contrastaba con un mercado del trabajo que se seguía deteriorando en el margen, aunque siempre dentro de una dinámica de mayor flexibilidad.

Un Consejero destacó que la cifra de actividad había sido positiva, y confirmaba las proyecciones del IPoM, en un escenario donde muchos habían planteado dudas sobre si los niveles que ahí se proyectaban eran o no alcanzables. Además, se observaba un mayor dinamismo del consumo. Todo llevaba a ajustar al alza el crecimiento del primer trimestre, pero sin que ello implicara un cambio significativo en la proyección del año contenida en el IPoM.

Respecto de la inflación, un Consejero resaltó que los menores precios de los combustibles, la estabilización del tipo de cambio y la desaceleración de los salarios nominales habían contribuido a reducir el ritmo de la inflación durante los dos primeros meses del año, tanto a nivel del IPC total como de sus indicadores subyacentes. A su juicio, la debilidad de la demanda interna y la creciente brecha de actividad, así como la influencia de algunos ajustes puntuales en precios de servicios que tenderían a disiparse, sugerían que esta podía ser una desaceleración inflacionaria más duradera, que ratificaría la trayectoria prevista en el IPoM de marzo, pudiendo incluso reducir la inflación acumulada a fines de este año en relación con lo previsto en dicho Informe.

Un Consejero indicó que el registro de inflación había sorprendido favorablemente a la baja, principalmente por precios que podrían asociarse al tipo de cambio. Los registros más relacionados con servicios y bienes no transables no mostraban mayores sorpresas. A su juicio, era importante sopesar esta noticia de manera equilibrada. Primero, era posible que reflejara la estabilidad que, en lo grueso, había venido mostrando el peso en los últimos meses, dando cuenta de que, en lo fundamental, el impacto de la depreciación cambiaria sobre los precios de los bienes transables ya podría haberse producido. Segundo, era difícil argumentar que un escenario de débil crecimiento este año y de modesta recuperación en adelante fuese coherente con un tipo de cambio

real cercano a los niveles históricos, como se había venido observando. En ese sentido, reafirmaba la visión plasmada en el IPoM de una trayectoria en que el tipo de cambio real convergía a niveles algo superiores a los actuales. Por último, era necesario enfatizar que la visión de mediano plazo respecto de los determinantes de inflación descansaba principalmente en la gradual desinflación de los servicios proveniente de una mayor debilidad en el mercado laboral. Esto, porque la estabilidad del tipo de cambio en un nivel más alto o más bajo no era la principal contribución al panorama de mediano plazo. En ese sentido, creía que la perspectiva de convergencia de la inflación hacia 3% del IPoM se mantenía con los datos actuales y así también la orientación general de la política monetaria.

Un Consejero señaló que la inflación de marzo había sido una sorpresa positiva, pero que debía tomarse como el dato de un mes y ser cautelosos a la hora de sacar conclusiones de mayor plazo. En todo caso, había elementos que permitían ser moderadamente optimistas con la inflación a futuro. Uno de ellos era la estabilidad cambiaria, pensada en períodos de varios meses y no semana a semana, donde seguía presentando alta volatilidad. En efecto, se llevaba más de seis meses con el tipo de cambio en un rango similar al actual y en los estudios del Banco de coeficientes de traspaso se observaba que el traspaso se producía en una alta proporción en los primeros seis meses luego de los cambios en la paridad. Por lo tanto, si el tipo de cambio se mantenía en los rangos actuales, más allá de la variabilidad de sus datos de alta frecuencia, debería contribuir a una mayor estabilidad de precios, al menos en un cierto plazo. El segundo antecedente se refería a un mercado laboral que en el margen presentaba algo de mayor fragilidad —por cierto, esto era más importante desde una perspectiva de mediano plazo—. Se agregaba que el crecimiento de los salarios nominales todavía era alto en doce meses, pero, luego de una leve reversión en el mes previo, había retomado su senda de desaceleración. Por último, la inflación externa seguía siendo baja. De cualquier forma, prosiguió, estas perspectivas algo más favorables no podían darse por ciertas y el costo de equivocarse era particularmente alto luego de dos años con la inflación en o por sobre el límite superior del rango de tolerancia y donde había mostrado una alta persistencia. También, donde la inflación subyacente y, en especial, la de no transables mantenían su elevado nivel. De ahí que los datos que se fueran recibiendo y sus efectos sobre las proyecciones de inflación serían particularmente relevantes.

En cuanto a las condiciones crediticias, un Consejero señaló que el crédito comercial y de consumo bancario había mantenido tasas de expansión moderadas, coherentes con la evolución de la actividad. Asimismo, las colocaciones de bonos, tanto en el mercado local como externo, se habían reducido significativamente desde la segunda mitad del 2015, totalizando en

el primer trimestre solo 15% del monto emitido en el primer trimestre del año pasado. Todo esto, en un contexto de tasas de interés de colocaciones y de *spreads* corporativos bajos para patrones históricos, y que junto con otros antecedentes disponibles, entre ellos, la Encuesta de Crédito Bancario, sugerían una predominancia de factores de demanda detrás de esta evolución. Con algún contraste, el crédito hipotecario había mostrado un dinamismo mayor, aunque una serie de indicadores y factores sugerían que este crecimiento debiese moderarse en los meses venideros. El endeudamiento de las empresas y de los hogares no había exhibido grandes cambios en lo más reciente. Así, concluyó, la información disponible no mostraba una profundización de las vulnerabilidades detectadas en los últimos Informes de Estabilidad Financiera (IEF). A su juicio, estos antecedentes indicaban de manera bastante clara que no se estaba en presencia de un ciclo crediticio expansivo, donde la mantención de las actuales condiciones de tasas pudiese conllevar riesgos relevantes para la estabilidad del sistema financiero. Por el contrario, veía más riesgos en las consecuencias que un escenario de menor actividad pudiese tener para los ingresos de empresas y hogares y, por ende, para su capacidad de servir sus compromisos financieros y sus deudas.

Un Consejero mencionó que la Encuesta de Crédito Bancario daba cuenta de un grado de mayor restrictividad de la oferta de crédito, pero especialmente en la demanda de crédito. Sin embargo, las cifras agregadas de colocaciones, en general, seguían mostrando un dinamismo bastante razonable, especialmente en el segmento hipotecario y, claro, en menor medida en los créditos comerciales. Ello era coherente con tasas de crecimiento de los agregados monetarios menos líquidos, como el M2 y M3, que crecían sobre 10% en términos nominales hace varios meses. A su juicio, ello daba cuenta del rol que la política monetaria había tenido en este ciclo en términos de permitir condiciones financieras favorables, más allá de que en la punta se observara una menor demanda de crédito.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran las apropiadas. Un Consejero añadió que las opciones de aumentar la TPM en 25 puntos base (pb) o mantenerla en 3,5% eran las que correspondían a la orientación de política entregada por el Consejo en el IPoM de marzo. Referente al sesgo, creía que este debía reflejar adecuadamente dos elementos. Primero, la orientación de mediano plazo de la política monetaria que era compatible con el logro de la meta de inflación de 3% a 24 meses, lo que involucraba un retiro gradual del estímulo monetario. Segundo, la trayectoria prevista en el IPoM de marzo, en cuanto a que, en atención a la evolución del escenario macro, el retiro de dicho impulso monetario podía efectuarse a un ritmo más pausado que el observado a fines del 2015. En su opinión, lo anterior destacaba la importancia de comunicar

adecuadamente la prudencia con que el Consejo se proponía proceder en el actual escenario, así como la relevancia de la trayectoria prevista para la inflación en el IPoM como referente central de las decisiones de política monetaria en los próximos meses. De acuerdo con esto, la velocidad de retiro del impulso monetario evidentemente podría ajustarse en la medida que la trayectoria previsible para la inflación difiriera de dicho referente.

Un Consejero señaló que la decisión se enmarcaba en lo que se había delineado como estrategia de política monetaria en el IPoM de marzo. En lo esencial, ello implicaba una estrategia de normalización más gradual de la que se contemplaba hacia fines del 2015, debido a perspectivas de crecimiento más atenuadas y también menores presiones inflacionarias de corto plazo, entre otras cosas, por el fortalecimiento relativo del peso. Respecto del escenario del IPoM de marzo, el conjunto de noticias no configuraban un escenario de mediano plazo distinto, más allá de la relevancia de los riesgos externos. Por ello, tomando esta suma de consideraciones, lo más apropiado era mantener la TPM y comunicar que la trayectoria futura de normalización hacia una instancia más neutral sería, en línea con el IPoM de marzo, más gradual que lo informado en Reuniones de Política Monetaria anteriores. Además, creía apropiado enfatizar que dicha trayectoria sería contingente a los desarrollos macroeconómicos y su efecto en las perspectivas inflacionarias.

Un Consejero indicó que si bien ambas opciones, un aumento de 25pb o una mantención, eran válidas, privilegiaba la mantención pues el escenario del IPoM seguía vigente y esa proyección no contemplaba alzas inmediatas en la TPM. A su juicio, subir la TPM en esta Reunión crearía confusión y los costos posiblemente serían mayores que los beneficios. Sobre el sesgo, creía que lo fundamental era validar la vigencia del mensaje del IPoM.

Un Consejero destacó que, dados los antecedentes, se imponía la opción de mantener la TPM, en línea con la comunicación implícita en el IPoM. A su juicio, seguía siendo válido el mensaje que se había dado por varios meses, el de una política monetaria que seguiría siendo expansiva, pero que requeriría de una normalización gradual que dependería de las perspectivas de inflación. Sobre el sesgo, creía que por ahora no estaban dadas las condiciones para ir a un sesgo neutral. Su preferencia era por mantener el tono en general, por cuanto daba cuenta de una visión equilibrada de la política monetaria, como la que se había planteado hasta ahora y que, en su opinión, el mercado había interpretado adecuadamente. También indicó que se debía ser cuidadosos con la comunicación, pues incorporar un excesivo *fine tuning* podía terminar haciéndola más confusa.

Un Consejero mencionó que la opción de subir la TPM era coherente con una inflación que persistía sobre el límite superior del rango de tolerancia y con los riesgos que implicaba que las mejores noticias del último tiempo en materia de inflación estuvieran ligadas precisamente a los elementos más volátiles y, por lo mismo, pudiesen revertirse. También se justificaba por los costos de permanecer por mucho más tiempo alejados del rango de tolerancia. Una equivocación en esta materia llevaría a ajustes más abruptos en el futuro, lo que no era un resultado deseable. Sin embargo, a su juicio, la opción de mantener era claramente dominante en esta oportunidad. Era más coherente con que en el actual estado cíclico de la economía las presiones inflacionarias, particularmente sobre no transables, deberían descender; con que la paridad, más allá de sus vaivenes habituales, se había estabilizado; y con que la inflación mundial seguía baja. También, y muy importantemente, con que las expectativas de inflación a dos años se mantenían ancladas en la meta. Era importante destacar este punto, absolutamente clave en un esquema de metas de inflación como el chileno. Desviaciones respecto de la meta eran tolerables en la medida que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección se mantuvieran ancladas. Eso era precisamente lo que había ocurrido en Chile en el último par de años. Todo ello, por cierto, en un ambiente de flotación cambiaria. A su juicio, la política monetaria expansiva del Banco Central había sido clave para contener la desaceleración de la actividad y para la resiliencia del mercado laboral. Las bajas tasas de interés, que en el caso de las de largo plazo estaban en o cerca de sus mínimos históricos, eran una prueba clara de ello. No obstante, tal como se había señalado en el IPoM pasado, para que la inflación convergiera a nuestra meta sería necesario, en el escenario base, algún retiro adicional del impulso monetario, cuyo ritmo dependería de cómo evolucionara la economía y sus efectos sobre la proyección de inflación.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señores Vial, García y Marcel, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5%.