



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 29
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 19 de febrero de 2002

En Santiago de Chile, a 19 de febrero de 2002, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Jefe de Prosecretaría Subrogante, doña María Eugenia Urrutia Thomas.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 28, celebrada el 10 de enero de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 27, celebrada el 13 de diciembre de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 27, celebrada el 13 de diciembre de 2001, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2002.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2002, para el día 8 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 29
Política Monetaria
19.02.2002

2.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente Informe:

SÍNTESIS DEL MES

En términos generales, la evolución de la actividad y los precios, en lo que va del primer trimestre, es acorde con el escenario central contenido en el Informe de Política Monetaria de enero. Por un lado, las perspectivas de crecimiento económico en torno a 3% para el primer trimestre y el transcurso del año se mantienen, gracias a un repunte del gasto en enero, liderado por las importaciones, así como a un entorno internacional que se presenta más dinámico. Por el lado de los precios, las débiles inflaciones mensuales desde octubre, motivadas inicialmente por la caída en el precio de los combustibles y sus efectos en la economía chilena, pero también acompañadas por una desaceleración bastante intensa de la inflación subyacente, permiten esperar inflaciones anuales del orden de 2,5% en el curso de todo el primer semestre.

En todo caso, indudablemente se han producido novedades en diversos ámbitos. En primer lugar, la situación económica mundial, sobre todo en los Estados Unidos de América, es hoy algo más promisorio de lo que se anticipó. En esto influye de forma central el hecho que la actividad en dicho país haya mostrado una expansión durante el cuarto trimestre del año pasado, en vez de la caída cercana a 1% que se preveía. Por otro lado, el precio del cobre se ha incrementado de forma importante, alcanzando los 72 ctvos. de dólar la libra. Aún es temprano para afirmar que estas novedades cambien de forma sustancial el panorama externo que enfrenta la economía chilena. Por el lado de la economía americana, el sorprendente crecimiento hacia fines del cuarto trimestre se explica esencialmente por un incremento muy importante de algunos componentes específicos del gasto en consumo durable, mientras que la inversión sigue mostrando niveles deprimidos. De otro, la recuperación del precio del cobre no se ha visto acompañada de una caída en los inventarios de las principales bolsas. Ambos antecedentes llevan a que sea aún prematuro sindicar el fin de la recesión internacional y el comienzo de un proceso de crecimiento sostenido. El precio del petróleo en tanto se ha comportado dentro de lo previsto.

Por el lado de la economía doméstica, las noticias no han sido del todo positivas. Las importaciones de enero mostraron una recuperación respecto a los deprimidos niveles de noviembre y diciembre, pero las cifras preliminares para febrero indican una nueva caída. Por otro lado, la industria mostró una inusitada debilidad en diciembre, lo que llevó a que el IMACEC del 2001 promediara una variación anual de 2,9%. En tercer lugar, el sector de la construcción muestra niveles bajos de actividad, lo que se refleja en que la velocidad de venta del stock de viviendas se ubica en casi 22 meses, mientras que los permisos de edificación y los insumos del sector han quebrado la tendencia creciente de todo el año 2001. Estos desarrollos ponen una nota de cautela respecto a las perspectivas para el empleo en la construcción, mientras que en los otros sectores que crearon empleos el año pasado, como la industria y el comercio, se aprecia una trayectoria plana. A esto se añade la falta de traspaso, hasta la fecha, de las menores tasas de interés a las operaciones no reajustables de mayor plazo, vinculadas a colocaciones de consumo. Este segmento, aunque no es mayoritario, sigue mostrando un comportamiento bastante errático en términos de sus tasas de interés. Esto permite avizorar un panorama no demasiado positivo para el consumo durante el primer semestre.

El balance de la política fiscal, en tanto, fue mejor a lo esperado, alcanzándose el superávit estructural de 1% del PIB con un déficit global de 0,3% del PIB. No hubo novedades por el lado del gasto fiscal, siendo la noticia el incremento importante de los ingresos tributarios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Aunque parte de ello probablemente se asocia con menor evasión, otra explicación viene por el lado de que el deflactor del gasto privado ha crecido más que la inflación, debido a la depreciación del peso en el curso del segundo semestre. De ser así, no es evidente que el incremento de los ingresos tributarios indique un menor impulso fiscal a la demanda interna.

Aunque las novedades por el lado externo no han sido menores, los mercados financieros en Chile parecieran estar ponderando de mayor forma los elementos domésticos en su formación de expectativas. La estructura de tasas de interés y la encuesta mensual indican que se espera un relajamiento adicional de 50 puntos base de la política monetaria en Chile en el corto plazo. Esto se ha visto potenciado por los reducidos registros inflacionarios más recientes, así como por perspectivas de mediano plazo para la inflación, cercanas al piso del rango meta. En este panorama, la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio indudablemente es un factor relevante. Aunque en términos nominales se ubica en torno a \$680 durante las últimas semanas, por sobre los niveles de diciembre y principios de enero, en términos reales el peso chileno se ha apreciado del orden de 11% desde su nivel máximo en octubre del año pasado. De esa magnitud, la mitad corresponde al efecto de la devaluación y posterior flotación de la moneda en Argentina. Las expectativas indican que el tipo de cambio real debería mantenerse en torno a los niveles actuales. En todo caso, en el corto plazo los vaivenes del tipo de cambio indudablemente seguirán ligados a las noticias desde Argentina y su impacto en Brasil.

En suma, aunque las perspectivas globales para la economía no difieren de forma sustancial respecto al Informe del mes pasado, comienzan a configurarse diversos escenarios alternativos al escenario base planteado en esa oportunidad. Éste consideraba un crecimiento esperado para este año de 3,3% con inflación del IPC y del IPCX a diciembre de 3,0% y 3,5% respectivamente, mientras que para el próximo año, el crecimiento proyectado alcanzaba 5,3% y la inflación IPC e IPCX a diciembre 3,0% y 2,6%.

Por el lado de la economía mundial el panorama se ve algo más promisorio. De darse un escenario distinto al del IPOM, con un crecimiento de la economía mundial (ponderado por exportaciones) este año de 1,5% en vez de 0,9%, los efectos en Chile se manifestarían sobre todo el próximo año, llegando el crecimiento promedio a 3,5% 2002 y 6% en 2003. Por el lado de la inflación, los efectos serían acotados dentro del horizonte de proyección, llegando la inflación IPC a diciembre a 3,1% y 3,3% este año y el próximo, respectivamente. La inflación subyacente también tendría una trayectoria ligeramente al alza, hasta 3,3% en 2002 y 3,0% el 2003. Esto no considera el efecto lateral sobre tipo de cambio y precio del petróleo, pero ambos factores operan en direcciones opuestas.

Por otro lado, los sectores que empujaron al gasto interno y al empleo en el curso del año pasado muestran señales de debilidad. Aunque los posibles efectos de estos desarrollos sobre la trayectoria del gasto y la actividad son aún difíciles de dilucidar, un escenario de menor expansión de la economía, con un crecimiento de 3,0% este año y 4,0% el próximo reduciría las presiones inflacionarias. La inflación del IPC y del IPCX alcanzaría en esta situación 2,9% y 3,3% en diciembre de este año, llegando a 2,4% y 2,0%, respectivamente, en diciembre del próximo.

Finalmente, las perspectivas para el tipo de cambio como siempre son relevantes. Un escenario alternativo es que se mantenga durante este año la depreciación real del tipo de cambio bilateral entre Argentina y Chile. Suponiendo que el tipo de cambio real con los Estados Unidos se mantiene constante, ello induciría algo menos de presión inflacionaria doméstica: dos décimas menos de inflación este año y una décima menos el próximo. Por otro lado, la posibilidad de turbulencias financieras mayores en Brasil, por un escenario electoral incierto, puede inducir a una depreciación adicional del peso y del real.



BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

En el transcurso del último mes se ha ido consolidando la visión de que la economía americana se recuperará en el segundo trimestre del año. Además de la cifra de crecimiento para el cuarto trimestre del 2001, los mejores indicadores de actividad industrial, consumo y mercado laboral han contribuido a esta percepción. Así, las proyecciones de crecimiento para esta economía se han corregido al alza, estimándose en 1,4% para el 2002. Estas correcciones han generado una revisión, también al alza, en las economías emergentes de Asia. Con ello, la actividad mundial este año presentaría un crecimiento de 2,3%, algo superior al 2,1% considerado hace un mes. Destaca el crecimiento de nuestros principales socios comerciales que se mantiene en 0,9%, por cuanto América Latina ha registrado revisiones a la baja.

El hecho de que el escenario base de crecimiento mundial, considerado en la reunión anterior, tenga una mayor probabilidad de ocurrencia lleva a mantener las proyecciones de precios de nuestras principales materias primas de exportación. Se continúa estimando un precio de US\$0,72 por libra en el 2002 y US\$0,80 por libra el próximo año, tomando en cuenta que las cifras positivas más recientes se ven algo contrapesadas por inventarios aún elevados. Respecto del petróleo, el valor spot se ubica en la vecindad de US\$ 20 el barril.

En línea con un escenario internacional más consolidado, la Reserva Federal de Estados Unidos detuvo el proceso de relajamiento monetario. Así, se continúa considerando que la Fed Fund se incrementa gradualmente hacia el segundo semestre del año, sobre la base de la recuperación esperada de la actividad. Por el lado de la zona euro, en la actualidad no se esperan movimientos a la baja en la tasa repo, debido al repunte reciente de la inflación. Hacia el segundo semestre se verificaría un aumento gradual, con la recuperación en la actividad doméstica y externa.

Por el lado de los mercados emergentes, respecto de Argentina la situación se mantiene crítica y con incierto pronóstico, aunque se han hecho avances en términos de una mayor flexibilización del "corralito" y de la política cambiaria. Cabe destacar que el spread soberano de Chile ha continuado con un gradual movimiento a la baja y el peso chileno muestra una escasa correlación con la moneda argentina. La relación con el Real brasileiro sí sigue siendo intensa.

II. Mercados Financieros

Desde la reunión de política monetaria del 10 de enero, en que la tasa de política monetaria se redujo en 50 puntos bases, las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central han mostrado una trayectoria descendente, alcanzando los pagarés reajustables mínimos históricos de UF+4,33% y UF+4,82% para los PRC8 y PRC20 años, respectivamente. Todo ello, en un escenario interno en que se observa una tendencia de menores presiones inflacionarias, debido a una demanda interna débil y un precio del petróleo que se mantiene moderado. La reducción en la tasa de política monetaria y las expectativas de una nueva disminución han impactado con fuerza en las tasas de interés de los documentos nominales, que descendieron en el margen hasta 80 puntos base.

Producto de las menores expectativas de inflación el mercado anticipa una reducción de la tasa de política monetaria de 50 puntos base. Ello se aprecia tanto en la curva forward como en la encuesta mensual de expectativas.

El recargo respecto del PRC, de las letras hipotecarias y de los bonos corporativos ha aumentado desde diciembre. Por un lado, la caída en las tasas de las letras hipotecarias ha



BANCO CENTRAL DE CHILE

sido menor que la de los PRC. Por otro, las tasas de los bonos han aumentado derivado de un alza en el nivel de riesgo de algunas empresas con fuerte presencia en Argentina (Endesa, Enersis, Falabella, Parque Arauco). Con todo, las tasas hipotecarias se sitúan actualmente en 6,3% y la de los bonos de empresa en torno a 7,0%.

De igual manera, el sistema financiero ha traspasado sólo parcialmente la reducción de la tasa de política monetaria a las tasas que aplica a sus operaciones nominales con el público. Sólo las tasas de captación han reaccionado a la baja. En tanto que, las de colocación de plazos más largos, asociadas a créditos de consumo, han aumentado respecto de los meses anteriores, ampliando en forma considerable los spreads. Sin embargo, esta situación debería revertirse en marzo, cuando la banca realice una reducción de hasta un 30% en las tasas de los créditos de consumo que ofrece al público.

En enero, el dinero mantuvo el dinamismo de los meses previos. De este modo, la variación real anual de este agregado permanece en niveles sobre los dos dígitos (17,7%). Los agregados monetarios más amplios muestran un ritmo de expansión anual menor. Destaca, la caída de los Documentos del Banco Central del sector privado, explicada por la mayor demanda de los bancos dadas las necesidades de calce y de Reserva Técnica, y el bajo dinamismo de las Letras de Crédito y de los depósitos a plazo.

Las colocaciones totales —al sector público y privado— registraron, por segundo mes consecutivo, un descenso en enero. Este comportamiento probablemente obedeció a una postergación en la toma de créditos por parte de los agentes, producto de las expectativas de baja de la tasa de política monetaria. En efecto, ya en febrero se observa un aumento de las colocaciones. En tanto, los créditos al sector privado finalizaron el 2001 con una evolución positiva, explicada principalmente por la trayectoria de los créditos destinados a empresas, y la recuperación de los préstamos de consumo en los últimos meses.

En enero, la crisis argentina obligó a ese país primero a devaluar y luego a flotar el tipo de cambio. La devaluación inicial, de 40%, provocó que las economías de la región también experimentaran depreciaciones en sus monedas. Durante febrero se ha observado que el precio de la moneda argentina con respecto al dólar, tras liberalizarse el mercado, alcanza una depreciación del orden de 100%. En este escenario, el peso chileno pasó desde \$653 a principios de enero a \$683 por dólar promedio en febrero, mientras que el real brasileño cambió su cotización desde R\$2,31 a R\$2,43 por dólar, durante el mismo período.

En términos reales, por el contrario, se observa una apreciación cambiaria. En efecto, desde diciembre a la fecha sobre la base de proyecciones de índices de precios de Consensus Forecast, se observa que el tipo de cambio real se aprecia poco más de 5%, explicado principalmente por Argentina, que en términos bilaterales presenta una apreciación de 44%.

A futuro, las expectativas de los agentes obtenidas de la encuesta de expectativas del Banco Central, indican una mantención del tipo de cambio de aquí a fin de año y una trayectoria de depreciación para el 2003, que finaliza en torno a \$690 por dólar. Por otro lado, tanto los precios de los contratos forward peso-dólar, como las cotizaciones de los operadores obtenidas de Bloomberg señalan una trayectoria similar a la de la encuesta, pero con valores para el tipo de cambio más elevados.

La actividad bursátil chilena tampoco ha estado al margen de la situación argentina, registrándose un mayor castigo a las acciones de las empresas con presencia en el mercado transandino. Así, los indicadores accionarios acumulan caídas, en lo que va corrido de año, de 8% y 5% para el IPSA e IGPA respectivamente (medidos en dólares). Asimismo, el Bovespa presenta una caída del orden de 7%, en igual período.



III. Actividad y Empleo

Actividad y Gasto

En el 2001 el PIB aumentó 2,9% mientras que el gasto disminuyó 1,3%. Aunque para el caso del PIB el incremento estimado es similar a lo previsto hace unos meses, la caída en el gasto es mayor. Ello, por un dinamismo mayor al esperado en las exportaciones y un menor crecimiento de la formación bruta de capital. Para el primer trimestre del 2002 las expectativas de crecimiento del PIB se mantienen en 3,2%, pero las de la demanda interna se reducen a una expansión de 1,3%.

Para el segundo trimestre del 2002 las perspectivas para el PIB son de un crecimiento anual de 3,0%, mientras que para la demanda interna se espera una expansión de 1,8%.

Demanda Interna

Las ventas del comercio minorista y de supermercados (CNC) siguen mostrando una evolución creciente, y con ello una aparente sustitución de bienes de origen importado. En efecto, las importaciones de bienes de consumo y las ventas de vehículos nuevos continuaron cayendo en el último mes del 2001, 2,2% y 7,3% anual, respectivamente.

La sustitución por el lado de la inversión tuvo una fuerte reversión a fines del año pasado. Así, las importaciones de bienes de capital cayeron 2,1% en promedio durante el 2001, siendo los peores meses del año noviembre y diciembre. Simultáneamente, el índice de ventas de bienes de capital disminuyó 25% anual en promedio, en noviembre y diciembre.

A esto se añade un bajo dinamismo del sector construcción durante diciembre. Si bien las ventas de viviendas nuevas aumentaron 2,6%, los stocks crecieron 6,4%, por lo que volvió a empinarse el número de meses necesarios para agotarlos, desde 17,7 a 21,7. Asimismo, los permisos de edificación habitacionales y de establecimientos cayeron 39,8% y 64,0%, respectivamente, lo que sin duda tendrá un fuerte impacto en este componente de la inversión en los próximos meses.

Respecto al sector externo, el cierre del 2001 es diferente a la información incluida en el último Informe. El volumen total de exportaciones aumentó 8,9% en el año, por sobre el 7,5% estimado anteriormente. Esto se explica por el favorable comportamiento de los productos no tradicionales, especialmente salmones y truchas, jugos de fruta y vinos, con una variación de 14,6% en el período. Las exportaciones tradicionales distintas de cobre crecieron 6,9%, mientras que el volumen de las exportaciones de cobre se incrementó 4,3%.

Los volúmenes de importaciones cayeron 0,8% debido a las contracción de las importaciones de bienes de consumo (3,6%) e intermedios (0,4%) –las de petróleo registraron un leve aumento de 0,2%–. Sólo el volumen de las importaciones de bienes de capital registró un comportamiento diferente, con un incremento de 0,5% (debido a un fuerte dinamismo en la primera parte del año).

Contando ya con la información para enero, las proyecciones para el primer trimestre del 2002 se ubican levemente por debajo de las publicadas en el Informe de enero. Así, se espera que las exportaciones de bienes y servicios aumenten 3,4% a/a, mientras que las importaciones muestren un crecimiento nulo.

Mercado Laboral

Por efectos de la estacionalidad positiva del verano, la tasa de desocupación nacional se situó en 7,9% en el cuarto trimestre del año pasado, la más baja desde febrero de 1999. Al desestacionalizar las cifras, la tasa de desempleo fue 8,7%, lo que refleja una caída marginal respecto del trimestre móvil anterior, 8,8%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Aunque de la comparación con igual trimestre del 2000 se observa un importante repunte del empleo (93 mil personas), éste continúa siendo explicado fuertemente por los programas gubernamentales. De hecho, si éstos son excluidos, el empleo muestra una tendencia a la baja.

Las perspectivas para el empleo en el corto plazo no son muy auspiciosas. Aunque el empleo en la construcción aumentó 1,8% respecto del trimestre inmediatamente anterior, fenómeno asociable a la expansión de los permisos de edificación a partir del segundo trimestre del 2001, el importante descenso de estos últimos, en los meses más recientes, puede anticipar una fuerte caída en la ocupación de este sector durante el segundo trimestre del año.

La industria y el comercio, que incidieron de forma central en la creación de empleo el año pasado, muestran un estancamiento de los niveles de ocupación desde mediados del 2001.

Finalmente, se espera una reducción de magnitud en los programas de empleo de emergencia. Ya un 50% de las personas que pertenecían a los planes de empleo directo (entre 30 y 40 mil a diciembre de 2001) aceptaron el bono de reinserción laboral. En todo caso, la estacionalidad del verano seguirá contribuyendo a mantener la tasas de desocupación en niveles de un dígito.

Política Fiscal

Durante el año 2001 las cuentas fiscales arrojaron un déficit de 0,3% del PIB, que se ubicó entre el déficit proyectado en la ley de presupuesto para el 2001 (0,1 % del PIB) y el que había sido estimado durante el año (0,5% del PIB). El superávit estructural alcanzó 1% del PIB.

El gasto público con efecto macroeconómico creció 6,5% en términos reales, en el trimestre octubre-diciembre, respecto de igual período del 2000, por lo que se mantuvo muy cercano con lo proyectado en noviembre pasado. Con ello, durante el año el gasto público con efecto macro se expandió 5,2% en términos reales, con lo que se ejecutó el 99,8% del presupuesto aprobado para el 2001.

En este comportamiento destacó el crecimiento de la inversión real, del ISAR (Inversión Sectorial de Asignación Regional) y de las transferencias de capital, que alcanzó 9% real.

Lo mejores resultados fiscales se asocian con un importante incremento de los ingresos, sobre todo los tributarios –producto de la menor evasión y de las diferencias en la evolución de los deflatores de la base tributaria y el IPC– y de los ingresos provenientes del cobre (17,4%). Además, dado el mayor valor del tipo de cambio empleado en la conversión a pesos, se produjo un efecto neto positivo sobre la finanzas públicas, derivado del hecho que el gobierno central es superavitario en dólares.

Los mayores ingresos registrados por transferencias y otros ingresos se utilizaron en financiar el prepago de intereses de la deuda con el Banco Central, dejando el presupuesto para el 2002 totalmente financiado. Además, los mayores ingresos provenientes de concesiones permitieron compensar en parte la caída de los ingresos de operación, explicada por la fuerte incidencia financiera de las privatizaciones de empresas sanitarias en la base de comparación 2000.

Para el 2002 se proyecta un déficit fiscal de 0,6% del PIB, sobre la base de un crecimiento del PIB de 3,5% y un precio del cobre de 71 centavos de dólar la libra. Estas cifras son consistentes con un crecimiento del gasto público con impacto macro de 4,9%, un aumento de la inversión pública de 11%, y un ahorro público de 3,7%.



IV. Precios y Costos

En enero, por segundo mes consecutivo, la inflación del IPC tuvo una variación negativa (-0,1%). La estacionalidad histórica jugó un rol preponderante en las caídas de los precios de los perecibles y del vestuario. A ello se sumó el efecto de la apreciación del peso en noviembre y diciembre. Las tarifas del servicio telefónico, electricidad, microbuses y el costo del pasaje aéreo (no regulado, pero afectado por el dólar) sumaron una incidencia negativa de -0,15pp. del IPC.

Si bien se ha discutido, por parte de los analistas privados, las implicancias de dos inflaciones negativas consecutivas como un elemento que señalaría la debilidad de la demanda, se debe clarificar este análisis desde la perspectiva de la inflación subyacente. Las mediciones disponibles, IPCX e IPCX1, muestran tasas de crecimiento mensual positivas y mucho más estables que las del IPC en su conjunto. En el caso del IPCX1, su tasa de crecimiento anual se mantiene en torno al 3,0%.

La observación de la trayectoria reciente de la inflación del IPC e IPCX1, permite vislumbrar que el episodio de aceleración inflacionaria, que se observó en el curso del tercer trimestre del 2001, asociado al traspaso de la depreciación del peso, tuvo un carácter eminentemente transitorio. Para el IPCX1, eliminados los efectos estacionales, sus tasas de variación mensual anualizadas indican niveles similares a los observados en el pasado.

Aún más, en el corto plazo –a abril 2002– se espera una desaceleración más marcada de la inflación subyacente, en contraste al escenario central del Informe. Éste incorporaba una aceleración adicional de esta variable hasta cifras del orden de 3,5% a mediados de año, producto del traspaso residual de la depreciación del segundo semestre del 2001.

Al mismo tiempo, las expectativas del sector privado respecto de la inflación han mostrado significativos ajustes. Si bien, la encuesta de expectativas que efectúa el Banco Central de Chile señala inflaciones para fin de este año y el próximo en torno al 3,0%, el diferencial que se obtiene de las tasas de mercado de papeles nominales y reales muestra caídas de consideración. Ambas medidas del premio por inflación a un año muestran valores por debajo del 2% en la última semana de enero, caída significativa respecto de los niveles por sobre el 4% que observaron entre septiembre y octubre.

La debilidad de la demanda interna, junto con la estabilidad del tipo de cambio, están detrás de este cambio en las expectativas.

Respecto de los salarios nominales, como se esperaba, durante diciembre se revirtió la tendencia a la baja en las tasas de crecimiento anual, aumentando de 4,7% en noviembre a 5,3% en diciembre. Esto se debió, en parte, al efecto de la mayor inflación de agosto y septiembre, incorporado a los salarios vía cláusulas de indización. Se sumó a lo anterior, el incremento en los salarios del sector servicios comunales, sociales y personales (SCSP) de la medición del INE, que aumentó 7,4% en doce meses, por sobre el promedio de las restantes categorías incorporadas en el índice (4,6%), similar al reajuste negociado con el sector público. El aumento de 11,6% en los salarios del subsector salud, con una ponderación en el índice del SCSP de 22%, provocaron parte importante del mencionado incremento.

En cuanto a las remuneraciones reales, al incremento nominal en diciembre se sumó una caída en la inflación, con lo que éstas crecieron 1,7% en relación con el mes anterior, y cerraron el 2001 con un aumento de 2,6% en doce meses. De cualquier forma, este incremento de los salarios reales, descontado el aumento de la productividad en el 2001, permite suponer que no se esperan presiones inflacionarias desde el lado de los costos.



Se espera que en los próximos meses se observe un menor crecimiento de los salarios nominales, dada la menor inflación observada durante los últimos meses.

Perspectivas de corto plazo

Para el trimestre venidero, febrero-abril, se anticipan inflaciones mensuales promedio de 0,3%, con lo cual el IPC acumularía un incremento anual de 2,4% a abril. En primer lugar, febrero tendría una variación de 0% en el IPC, esperándose que los descensos estacionales de perecibles y vestuario, se compensen con el mayor precio de los combustibles. En marzo, el incremento mensual del IPC sería de 0,6%, por los reajustes de los servicios de educación. En abril, por último, el IPC aumentaría 0,3%. El IPCX por su parte, mostraría incrementos mensuales similares a los del IPC, finalizando abril con un incremento en doce meses de 3,2%.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, estima que se ha hecho una referencia muy somera a las tasas de interés, lo que le ha llamado bastante la atención. Manifiesta que las tasas de interés de los papeles del Banco Central han disminuido, a partir de septiembre, en forma significativa, y es lo único que se menciona acerca de las tasas de interés. Señala que él hizo un ejercicio simple y comparó las tasas de colocación de enero del 2001 y enero del 2002 donde se encontró con una situación que, al menos, sorprende.

Las colocaciones reajustables entre 90 y 365 días que son, en términos bancarios, el grueso de las colocaciones del sistema bancario, tienen una tasa de 6,85% en enero del 2001 y de 7,53% en enero del 2002, vale decir, hubo un aumento de 68 puntos. En las colocaciones reajustables de 1 a 3 años, pasa de 6,91% a 6,97%, con un aumento de 6 puntos base. En las colocaciones no reajustables de 90 a 365 días, o sea, las nominales, la tasa de colocación pasa de 18,44% a 17,60%, vale decir, una baja marginal que posiblemente se explica por la inflación proyectada menor de enero de este año.

Las colocaciones no reajustables de 1 a 3 años pasan de 21,27% a 22,71%, vale decir, aumenta la tasa de interés. Solamente en las colocaciones no reajustables de 30 a 89 días, es decir, las de muy corto plazo, se aprecia una baja de 13,62% a 9,64%, casi 400 puntos base, pero que sin duda está explicado por la inflación negativa del mes de enero de este año comparado con la inflación positiva de enero del año anterior. En consecuencia, en términos de costo del crédito bancario, por lo menos en los últimos 12 meses, no sólo no se ha producido una baja en las tasas de interés, sino que más bien un alza.

El señor Carrasco consulta qué explicación puede darse para esta situación.

El Presidente agrega que el aumento se observa no sólo en las tasas reales donde se podría esperar por efectos de tasa nominal e inflación negativa, sino también en las tasas nominales directamente, o sea, no es sólo un tema de inflaciones negativas transitorias en un par de meses sino que hay también algo que está ocurriendo en las tasas nominales.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, cree que es un punto que ha aparecido en forma reiterada en relación con la transmisión de la política monetaria y piensa que es algo que ha estado permeando la discusión sobre la eventual efectividad o ineffectividad de los movimientos de política monetaria que se han realizado. A su juicio, cree que el comentario general que está en el ambiente es erróneo en el sentido de que los antecedentes de que se dispone indican que la política monetaria sí ha sido efectiva en este período y sí ha generado condiciones más expansivas.

Señala que se pueden clasificar tres canales tradicionales, o los más típicos, de transmisión de la política monetaria. El primero: agregados monetarios y créditos. Tanto los



agregados monetarios M1 hacia arriba, como el crédito, han crecido en forma significativa por encima del crecimiento del PIB nominal. M1 ha crecido sobre un 17% y de hecho habría que explicar por qué ha crecido tanto. M7 ha crecido en torno a un 8% o 9%; el crédito y el PIB en el mismo período analizado creció cerca de 5,5%, así que un primer factor es que este año, en relación con los agregados, ha habido una expansión por encima del promedio. Se puede decir que esto ha sido en sustitución del financiamiento externo, lo cual es cierto, pero el efecto directo de los agregados financieros, ha sido compensar los otros factores que están presentes en la situación internacional como son la restricción del crédito externo. Esto, ciertamente, tiene un impacto negativo sobre la demanda que estos factores internos del sistema financiero doméstico compensan. En todo caso, cree que no hay que perder de vista que este canal de transmisión de la política monetaria sí ha estado funcionando.

Segundo: respecto del tipo de cambio. Obviamente, dice, ha habido una depreciación del tipo de cambio y algo que cree sería necesario precisar más en el análisis de la evolución de la coyuntura, es el impacto que esto ha tenido sobre la demanda externa neta. Se había hablado en este período de un importante incremento de la demanda externa neta, ya que, a pesar del deterioro de las condiciones externas, se tienen tasas de crecimiento de las exportaciones no tradicionales del orden del 14% y una sustitución de importaciones en el neto, eso significa que hasta el tercer trimestre los cálculos que se tenía eran de alrededor de tres puntos del crecimiento acumulado en ese período, entonces eso también hace un segundo factor que también hay que incluir en el análisis.

Tercero: sobre las tasas de interés. En primer lugar las tasas de los instrumentos de largo plazo, públicos y privados se han movido a la baja. Las tasas de los instrumentos del Banco Central están en niveles de 4,3%, desechando algunas teorías que se habían levantado sobre por qué ahora la política monetaria es mucho más contractiva en relación con el retorno que tenía una pendiente mucho más alta que los niveles históricos. Ese factor que en algún minuto estuvo presente, se ha corregido en los últimos meses frente a la disminución del circulante. En segundo lugar, respecto a las tasas de las letras de crédito, también es importante señalar que esas tasas, si bien hoy día el promedio se mantiene en niveles de 6,5%, eso refleja aspectos financieros propios de este instrumento, por cuanto estas tasas tienen opciones de recompra. Si se observan las tasas de las familias que han sido emitidas con tasas de entre 4% y 6%, esas tasas ya están por debajo del 6%. Si se miran las tasas de las familias que han sido emitidas con tasas del orden de 6% a 8%, esas tasas están en el orden de 6,5% y no debieran bajar de esos niveles porque tienen una opción de recompra a esos niveles. Por lo tanto, en las tasas, donde sí se puede reflejar una disminución, ello se está viendo. Se podrá discutir si el spread es algo mayor que los niveles históricos, que de hecho lo es, pero efectivamente ha habido una disminución que ha acompañado a la disminución de las tasas largas.

En relación a las tasas del sistema financiero, cree el señor Herrera que también es importante señalar que la evidencia que se tiene sobre los márgenes, independientemente de las informaciones sobre operaciones puntuales de un mes, indica que el margen de intermediación bruto que se dio en el año 2001 para el sistema financiero es del orden de un 5%. Este margen es equivalente al margen que ha tenido en promedio el sistema entre el año 1997 y el año 2000, es 30 puntos base más alto que el que existía en el año 2000 que era de 4,7%, y en este año, hay un margen bruto del 5%. Sin duda, agrega, hay un incremento, pero que no se condice con la disminución que en el mismo período han tenido las tasas de interés que en el caso de la tasa de política monetaria y de las tasas de captación del sistema en general, ha sido del orden de 200 puntos base.

Por consiguiente, en promedio, si se observa un índice global de las tasas a las cuales se está colocando el crédito del sistema financiero, los spread promedio del conjunto de tasas se mantienen en sus niveles históricos. Y finalmente, esto no es impedimento para decir que en ciertos segmentos del mercado sí se están viendo tasas que permanecen altas y tasas que no han disminuido, como se ha señalado anteriormente, especialmente lo que se refiere a



BANCO CENTRAL DE CHILE

colocaciones de consumo en pesos, de plazos superiores a un año. Y esos son también los segmentos del crédito donde éste no se ha incrementado. Pueden haber factores puntuales relacionados a esos efectos, pero estima que el punto más importante es señalar que, efectivamente, ha habido una transmisión de la política monetaria hacia la economía en su conjunto, donde se puede distinguir si es más o menos relevante que los años anteriores, pero no se puede decir que la cadena se ha roto.

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, desea hacer un comentario al documento en dos niveles. Señala que el primero es tomar el Informe de esta reunión como un informe que está basado en el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero y ve innovaciones a partir de ese escenario. Desde ese punto de vista, en el Informe se enfatiza que en la parte externa hay pocas innovaciones relevantes, pero sí habría algunos antecedentes internos que podrían llevar a una revisión del escenario. Sin embargo, acá se puede tener dos visiones. Una, decir "hay información sustantiva", es decir, hay hechos nuevos o estimar que en realidad lo que estamos presenciando son cifras para el último trimestre que de alguna manera son enteramente coherentes con lo que estaba en el escenario central y cree que lo que se está observando, más bien, es esto último. Sostiene esto porque las variables principales que están con niveles por debajo de lo esperado son justamente aquéllas que en el documento se sostenía que podrían ser más afectadas por la incertidumbre que el mismo IPOM o escenario central sostenía, o sea, lo que se sostenía en el escenario central es que en la segunda mitad del año 2001 se había presenciado una incertidumbre más fuerte que la primera mitad. Cuando se decía "la incertidumbre se tiende a despejar", tal vez se pensaba que eso debiera tener un correlato más o menos inmediato en cifras y, la verdad de las cosas, es que es posible que, entre que la incertidumbre se tienda a despejar (lo que se percibía en enero), y que eso se refleje en las cifras, es probable que puedan pasar dos meses. Es decir, no hay necesariamente un efecto automático de despeje de la incertidumbre internacional, que sí se está observando, y que eso se refleje en un aumento de las importaciones de bienes de capital. No hay nada que indique que la relación entre ambas cosas no tenga un rezago de un par de meses; entonces, a su juicio, lo que se está observando son factores por el lado de inversión, factores ocasionados probablemente por acumulación de inventarios, permisos de edificación, importación de bienes de capital, las cuales son todas variables que responden al mismo diagnóstico que estaba en el escenario central, o sea, no cree que el diagnóstico se altere en este Informe. Tal vez lo que se modifica algo es la presunción de que entre la percepción que el Consejo tenía en enero, de que había una tendencia a menor incertidumbre es que ello no se va a reflejar tan inmediatamente en las cifras porque, probablemente, el proceso es algo más lento. En ese sentido, el señor Marshall sigue sosteniendo que el diagnóstico del escenario central en sus aspectos de causas o fenómenos subyacentes, sigue plenamente válido, no cree que se esté en presencia de un cambio de escenario, aunque piensa que hay algunos efectos, como los que se han mencionado o los que están en el mismo documento, que es posible que tengan un rezago mayor. Además, cree que es coherente ese diagnóstico con este fenómeno de la tasa de interés. Obviamente, dice, las cifras que plantea don Camilo Carrasco son sorprendentes y hay que buscar más explicaciones, pero también es cierto que en enero del año 2001 la tasa de crecimiento de la economía esperada para el próximo año, o dos años, era del orden de 5,5% y 6% y en enero del 2002 es del orden de 2% a 3%. O sea, la economía es distinta y si el crecimiento esperado es muy distinto, los factores de riesgo son también distintos. Se podría buscar la explicación por ese lado, o hay mayor incertidumbre, que este ambiente de incertidumbre, que en enero se dijo tendía a despejarse, tal vez era un diagnóstico que, todavía, en materia de variable económica, tiene algún rezago, en caso de que efectivamente se materialice. Sin embargo, ese es un primer nivel del análisis que quiere hacer.

Existe un segundo nivel y es el siguiente: Si se tuviese que hacer un diagnóstico, suponiendo que no se tiene escenario central, no se tiene información de cuál es la tasa de crecimiento a la cual se está apuntando y solamente lo que se tiene son las cifras de inflación y a partir de la inflación se quiere inferir por dónde están los equilibrios de esta economía. Señala que el fenómeno más sustantivo, y aquí sí cree que hay un salto cualitativo respecto de las



cifras que se observaban en enero, es la baja radical, drástica, importante que hay en materia de expectativas de inflación, de la tendencia inflacionaria: si bien se puede argumentar de que el **IPCX** todavía está apuntando en el mediano plazo hacia el 3%, piensa que aquí, por lo menos, se están moviendo todas las cifras inflacionarias en el tramo inferior del rango meta y probablemente esto ocurra por primera vez, desde que existe rango meta. Siempre había habido cifras inflacionarias que estaban moviéndose en el rango de entre el 3% y el 4% e incluso por sobre el 4%. Ahora se tienen cifras inflacionarias que se están viendo claramente entre el 2% y el 3%, con expectativas de inflación claramente en ese rango. Si se toma solamente esta información como relevante, probablemente lo que eso indica es una economía que, desde el punto de vista de las expectativas de los agentes económicos, admite movimientos en las variables financieras, en particular, de la tasa de interés.

Manifiesta el señor Marshall que aunque su comentario se está refiriendo un poco hacia la segunda parte de la reunión, ésta es la deducción principal que puede sacar de este análisis: tasa de interés más baja. Desea, en síntesis, en la presentación de su opinión sobre diagnóstico, decir "creo que en términos de escenario, me sigo quedando con el escenario central de enero y no creo que haya cambios importantes excepto en este comportamiento de inflación tan radicalmente por debajo de lo esperado".

El Consejero señor Desormeaux comparte una parte del juicio que hay en el informe, pero echa de menos un aspecto que ha mencionado también el señor Marshall y que tiene que ver con el entender bien qué está pasando con la demanda interna. No hay duda, dice, que es allí donde están las novedades más importantes, esta menor expansión de la demanda interna no tiene que ver con cambios en las políticas, ni en la política fiscal ni en la política monetaria. Cuando se observa cuáles son los componentes que están mostrando esta debilidad, claramente son todos los componentes que se definen como inversión en las cuentas nacionales, o sea, se continúa con un proceso de desacumulación de inventarios, sigue cayendo la inversión en capital fijo, y ahora, el único componente que aparecía dinámico, que es la construcción, se suma a estas señales de debilidad. En cambio, el consumo muestra una tendencia bastante más estable y que está directamente relacionada con la evolución del empleo y los salarios. Cree que aquí el Banco Central va a tener que considerar, en el futuro, información sobre un punto que recibe mucho interés en los países desarrollados, y que son índices de confianza. Piensa que aquí el problema de fondo es que hay un deterioro en la confianza en el sector empresarial, que significa que nuestras políticas económicas tienen menor efectividad: una baja en la tasa de interés no va a llevar a un empresario a invertir si es que tiene serias dudas respecto de las rentabilidades futuras que él va a lograr en su negocio y cree que tiene razón el señor Marshall al decir que el escenario central probablemente es el mismo, pero la verdad es que se sabe muy poco respecto de la evolución futura que van a tener variables tan relevantes en la inversión como es la confianza. Estima que la capacidad del propio Banco Central para influir sobre variables como la inversión es muy limitada mientras no se superen estos problemas de confianza en el futuro.

El Presidente señor Massad señala que hará un breve comentario mirando un poco más la tendencia que se ha tenido en los últimos dos o tres años en materia de inflación y de crecimiento. Lo hace, porque mirando la serie de tendencia del IMACEC en el año 2000, observa que, si bien hacia mediados de año aparecía una débil recuperación con tasas de crecimiento mensual de 0,3%, terminó el año con una tendencia cero, reiterada en noviembre y en diciembre. Esta es, como cifra de tendencia, la más baja que se ha tenido desde comienzos del año 1999, cuando venía una recuperación de la recesión que se originó en el año 1998. Por supuesto, dice, las cifras originales reflejan estos mismos datos porque de ahí fueron extraídas mediante algún grado de elaboración. La serie de costo de factores, que viene ahora un poquito diferente, muestra casi exactamente lo mismo. Terminó el año 2001 con una tasa de crecimiento mensual de la economía que es la más baja que se ha tenido desde mediados del año 1999.



Una segunda observación es que todas las novedades que se han producido en este período, novedades en el sentido de comparar la estimación preliminar de la División de Estudios con las cifras finales en materia de actividad, han sido sistemáticamente negativas durante dos años. Es cierto, dice, que también ha ocurrido lo mismo en otras economías en el mundo, pero en la nuestra es claramente así respecto de proyecciones que se hacen con el mejor conocimiento, mirando cifras de corto plazo muy cercanas y cree que, sin excepción alguna, todas las situaciones nuevas en este período, en materia de actividad, han sido negativas. En este mismo período se ha mantenido una política monetaria crecientemente expansiva, reaccionando al hecho de que la tasa de inflación no se convierte en un problema, mientras que la actividad comienza a caer, lo que significa que a la misma tasa de inflación se podría tener más actividad.

La pregunta es si estas bajas han sido en magnitud apropiada y oportunas, y para eso se tiene que mirar cuáles son los factores que han estado influyendo en la economía, aparte de los que son analizados habitualmente en las discusiones, como son la influencia de las economías externas y algunas otras que son parte normal de esas discusiones. Pero hay que considerar que desde fines de 1998 se han producido en nuestra economía, en materia de política económica, tres reformas estructurales importantes. Una es la flotación cambiaria a mediados de 1999, la segunda es la operación de la política fiscal mediante una regla fiscal operativa en el 2000 y 2001 y la tercera es la nominalización de la tasa de interés a partir del año 2001.

Con respecto a la flotación cambiaria, señala que el período ha sido suficientemente largo como para pensar que cualquier transición a ese cambio estructural ya esté relativamente completa y, por lo demás, hubo por nuestra parte una preparación previa al mercado para la flotación, que no causó ninguna alteración en la economía de modo que en este ámbito no percibe que puedan haber problemas que estén repercutiendo en el resto de la economía.

En relación a la regla fiscal, no se sabe si se ha evaluado correctamente el efecto menos expansivo que pueda tener la conducta fiscal actual, basada en reglas, respecto de la conducta fiscal de períodos anteriores. Podría ocurrir, por ejemplo, que la operación fiscal fuera ahora de carácter menos expansivo del que tenía antes y eso supone dos posibles respuestas de política: una, pensar que la tasa de interés neutral es más baja de lo que se ha pensado en el pasado y por tanto que lo que se ha estado haciendo al bajar la tasa, nos acerca a la tasa neutral, más que llevarnos por debajo de ella. Alternativamente, una respuesta de política sería un manejo fiscal algo más expansivo. Pero lo primero que hay que aclarar es si efectivamente se ha evaluado correctamente el efecto de la política fiscal en el cuadro completo. Si resulta que la hipótesis de que se está subestimando el efecto menos expansivo de la política fiscal resulta ser correcta, la respuesta podría ser pensar en términos de que la tasa de interés neutral es más baja de lo que se cree y que por tanto, lo que se está haciendo es acercarnos a la tasa neutral y por consiguiente que se tiene, por delante, todavía un período de alivio desde el punto de vista monetario adicional en el tiempo. Habría que discutir en ese caso, muy seriamente, cuál es la mejor estrategia para lograr eso, si se hace un cambio rápido que nos acerque a la tasa neutral o que nos deje por debajo de la tasa neutral o hacer cambios lentos y más pausados en esa dirección. Es un tema que requiere todavía investigación. No tiene una respuesta para eso, manifestando que convendría que se destinaran algunos recursos para aclarar ese aspecto, mirado esencialmente desde el ángulo de la tasa neutral, esto es, si la tasa neutral hoy día es más baja por esta razón o por otras, de las que se han estimado en el pasado.

El tercer cambio estructural, la nominalización de la tasa de interés de política monetaria, también puede estar ejerciendo un efecto por un período de transición que no se ha completado. De hecho, el período de transición aquí es lento debido a que el flujo de crédito es pequeño en relación al stock y la composición deseada del stock se va concretando al ritmo del flujo, de modo que aquí hay un proceso lento de transformación de la conversión del stock de



BANCO CENTRAL DE CHILE

deuda entre deuda reajutable y deuda en pesos, que va a estar presente todavía por algún tiempo. Señala el señor Massad que está en las manos del Banco la posibilidad de acelerar un poco ese período de transición, dándole claras señales al mercado y, probablemente, lo que se hará en alguna fecha próxima, de emitir papeles nominales a más plazo, sea un paso muy importante en esa dirección.

En resumen y observando la tendencia que muestra la actividad y las proyecciones de inflación que hoy día se tiene, no le cabe duda que se tiene que ajustar la tasa de interés de política monetaria hacia abajo. Lo que mantiene como pregunta es si en el futuro se debe pensar en que la tasa neutral es algo más baja de lo que se había estimado anteriormente y, en ese caso, se discute la estrategia de cómo acercarse a esa tasa. Señala que ahora es imposible hacer eso, pues no se cuenta con los estudios base, pero sugiere que se orienten algunos recursos en esa dirección para que, una vez con un documento a la vista, se pueda analizar este tema con mayor profundidad.

Manifiesta el señor Massad que esto es consistente con lo que decía el señor Marshall en el sentido de que no han cambiado las condiciones básicas que estaban influyendo en enero. Se refiere a que todos estos elementos estaban presentes en enero también, no han cambiado las condiciones básicas y a lo que apunta su comentario es que a lo mejor lo que ha cambiado es la tasa neutral y por consiguiente, si bien lo que se ha hecho va en la dirección correcta, probablemente habría que rediscutir cómo seguir haciéndolo hacia el futuro.

Finalmente, se refiere a un tema adicional que planteó el Consejero señor Desormeaux y también el Vicepresidente señor Marshall, que es el de las incertidumbres y de las confianzas. Señala que son temas que hay que observar porque, sin duda, están presentes, aunque también harían pensar que la tasa neutral es más baja de lo que sería lo normal, en la medida en que hay un grado menor de confianza entre los agentes y los incentivos tienen que ser más fuertes para inducirlos a actuar en una dirección.

Su resumen de comentario es que cree que se vive un momento en que está claramente presente la necesidad de hacer una reducción en la tasa de política monetaria.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria. El señor Valdés expresa que, por esta vez, lo hará el Gerente de Investigación Económica.

Al respecto, el señor Schmidt-Hebbel señala lo siguiente:

1. En enero de 2002 el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base, de manera de permitir una convergencia de la inflación (tanto la medida total como la subyacente) hacia el centro del rango meta durante el horizonte de política. Las proyecciones de ambas medidas de inflación, después de considerar la reducción de la tasa de política monetaria a 6,0%, fueron de 3,0% promedio para 2002-2003.
2. La Minuta de Política Monetaria recién expuesta presenta una situación macroeconómica de menores presiones inflacionarias presentes y proyectadas futuras, con relación a las anticipadas hace un mes. Las perspectivas anteriores se insertan en una situación internacional que no muestra cambios importantes, con excepción de las repercusiones más negativas de la crisis argentina sobre las exportaciones chilenas a Argentina y los precios de las acciones en Chile y las mejores perspectivas para el crecimiento de la economía de Estados Unidos, compensadas por un menor crecimiento de otros socios comerciales.
3. En lo doméstico se han acumulado antecedentes que, en balance, hacen más probable una dinámica más débil del gasto (y por lo tanto del crecimiento) de lo que se preveía en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

escenario base del Informe de Política Monetaria de enero. Esto involucraría menores presiones inflacionarias durante los próximos trimestres, lo que se suma a una la inflación efectiva que ha seguido la moderada trayectoria prevista en el Informe de Política Monetaria y a una drástica disminución en las expectativas inflacionarias.

En particular, se han producido las siguientes noticias que indican una coyuntura más débil que la prevista:

- * Importaciones más débiles en diciembre de 2001 y en todo el año 2001, con continuación de la caída de las importaciones de consumo y de automóviles en diciembre del 2001 y una mayor caída de importaciones de bienes de capital en todo el 2001. Además, una caída de importaciones en las primeras semanas de febrero de este año.
- Una caída muy significativa, de 25%, en las ventas de bienes de capital en noviembre/diciembre del 2001.
- Una intensa caída en permisos de edificación, de 40% (habitacionales) y 64% (establecimientos) en diciembre del 2001.
- Un fuerte incremento en el stock de viviendas disponibles en diciembre del 2001
- Una débil producción manufacturera en diciembre del 2001.
- Una caída en los índices accionarios chilenos en el 2002 (hasta la fecha) de 5% a 8%, fundamentalmente por las pérdidas de capital de empresas chilenas en Argentina, en circunstancias que las bolsas mundiales han ido recuperándose.

Además se han configurado algunos desarrollos positivos para la actividad y la inflación:

- Una profundización de la disminución del spread soberano hasta niveles de 140 puntos base (en el caso del bono Chile09).
 - La apreciación del tipo de cambio real multilateral de 10% desde octubre, la mitad de lo cual es por depreciación de Argentina (5%). Esta apreciación, no obstante, puede ser muy poco relevante para los precios domésticos porque es improbable que los precios en dólares de los productos argentinos exportados a Chile disminuyan en la proporción de la apreciación del dólar en Argentina, en particular si son bienes altamente sustitutos de bienes provenientes de otros países.
4. Los antecedentes presentados indican que se está configurando un cambio en el escenario central del último Informe de Política Monetaria respecto de la evolución del gasto doméstico. Este cambio podría asentarse durante los próximos meses. Los efectos en inflación y crecimiento de un cambio como el mencionado, bajo el supuesto de tasa de interés nominal constante en el horizonte de proyección, son:

	IPoM enero 02		Gasto Interno Menor – feb 02	
	2002	2003	2002	2003
Var % IPC dic/dic	3,0	3,0	2,9	2,4
Var % IPCX dic/dic	3,5	2,6	3,3	2,0
Var % PIB	3,3	5,3	3,0	4,0

Este nuevo escenario podría verse complementado con una evolución internacional más satisfactoria. Sin embargo, los antecedentes disponibles indican que la probabilidad de ocurrencia de este escenario no es tan evidente y su eventual impacto sobre inflación sería acotado.

5. Además de indicadores que apuntan a una mayor debilidad del gasto, se ha intensificado recientemente una drástica disminución de las expectativas de inflación del sector privado,



BANCO CENTRAL DE CHILE

especialmente las implícitas en los premios en papeles nominales. El siguiente cuadro refleja los niveles actuales de expectativas de inflación y los correspondientes cambios en meses recientes (datos de fines de enero/principios de febrero, incluyen cambios por premios por riesgo inflacionario):

Indicador Expectativas Inflación	Nivel	Cambio en 1 mes	Cambio en 3 meses
Premio PRBC360	1,6%	-1,0%	-2,1%
Premio TAB 1 año	1,7%	-0,5%	-1,7%
Encuesta BC	3,1%	-0,1%	-0,8%

Esta reducción en la inflación esperada implica un correspondiente aumento en la tasa de interés real esperada a 1 año, si el premio por riesgo inflación se mantiene inalterado. Por ejemplo, si las expectativas de inflación (y el premio por riesgo) han caído en promedio 130 puntos base en los últimos 3 meses, la reducción de la tasa de política monetaria en enero por 50 puntos base implica que la tasa de interés real esperada (manteniendo constante el premio por riesgo) ha aumentado en 80 puntos base en los últimos 3 meses. Ello implica que la política monetaria se ha tornado menos expansiva durante los últimos meses, en lo que se refiere al canal tradicional de tasa de interés real y gasto. Este elemento no se captura plenamente en las proyecciones descritas anteriormente, toda vez que las expectativas de inflación consideradas en las proyecciones son las contenidas en el último Informe de Política Monetaria. Además, este cambio de expectativas podría asimismo implicar menores presiones inflacionarias en forma directa.

6. Considerando las anteriores perspectivas para la inflación y la actividad, insertas en un cuadro de brechas negativas de producto y empleo, al igual que el mes pasado se presentan tres opciones para la política monetaria: **reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base y reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base**. Ciertamente podrían considerarse también opciones más extremas – como mantener la tasa de política monetaria o reducirla en 100 o más puntos base – pero las circunstancias descritas no parecen justificar la discusión de opciones de un espectro tan amplio.

Cabe recordar que los efectos estimados de un cambio de 50 puntos base en la tasa de política monetaria sobre las variaciones del IPC y del IPCX (diciembre a diciembre) y del crecimiento del PIB (promedio anual) son las siguientes, para este año y el siguiente:

	2002	2003
Var% IPC dic a dic	0,3	0,5
Var% IPCX dic a dic	0,3	0,4
Var% PIB anual promedio	0,1	0,4

Nota: estas elasticidades corresponden a un promedio de los tres modelos utilizados por la División Estudios.

7. Se justificaría tomar la primera opción de política monetaria (reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base) si se estima que el escenario de gasto débil tiene una alta probabilidad de rápida reversión, que un escenario de rápida recuperación del crecimiento mundial tiene una alta probabilidad de ocurrencia y/o que el cambio reciente en las expectativas de inflación (en particular las implícitas en los diferenciales de tasas) no tiene una mayor relevancia, por lo que con una medida de esa magnitud se mantendría la inflación en torno al 3% en el horizonte habitual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

De acuerdo a la misma lógica, se justificaría tomar la segunda opción (reducir en 50 puntos base) si el escenario de gasto débil está más asentado y/o se considera que el cambio de expectativas de inflación tiene efectos deflacionarios moderados, y que por tanto con una reducción de 50 puntos base se mantiene la proyección de inflación en torno a 3%. De forma similar a la reunión pasada, esto es el caso para la inflación del IPC, pero no para la del IPCX, que seguiría en torno a 2,5% hacia fines de 2003, sin considerar un eventual efecto de cambio de expectativas. Por último, cabe mencionar que una reducción de la tasa de política monetaria en 50 puntos base contribuye a una mayor inflación (promedio IPC e IPCX) de 30 puntos base en 2002 y de 45 puntos base en 2003. Con ello se reduciría la tasa de interés real anticipada en 12 meses (febrero 2002 a febrero 2003) en aproximadamente 85 puntos base, revirtiendo el aumento en 80 puntos base de la misma tasa observado en los últimos 3 meses, si el premio por riesgo inflación de mantuviese inalterado.

Se justificaría tomar la tercera opción de política monetaria (reducir en 75 puntos base) si se estima que el cambio de expectativas de inflación (medido por el diferencial de tasas) es más permanente o tiene efectos contractivos y deflacionarios intensos.

8. Más allá de la actual coyuntura y del efecto de la decisión de hoy sobre las proyecciones de inflación, como siempre se presentan consideraciones estratégicas y de *timing* que son relevantes. Ello, en particular en lo que se refiere a los movimientos esperados de tasas de interés y las expectativas privadas de crecimiento e inflación.

Una reducción pequeña (de 25 puntos base) probablemente induzca expectativas de reducciones adicionales en la tasa de política monetaria, dado el persistente estado de desánimo que existe en la actualidad. Constituye, además, un cambio algo pequeño en un marco de política monetaria nominal y en el que se han verificado cambios en expectativas de inflación de al menos esa magnitud. Por otra parte, una reducción mayor a lo que mayoritariamente espera el mercado, de 75 puntos base, señalaría que el Banco Central estima que existe un cambio de magnitud en el escenario de crecimiento e inflación (como de hecho es el escenario de gasto débil). Aunque los antecedentes más recientes van en esa dirección, aún es temprano para señalar que efectivamente se ha producido un nuevo escenario central, muy distinto al del Informe de Política Monetaria.

En conclusión, la reducción de 50 puntos base parece ser la más recomendable. Es un relajamiento monetario acorde con las expectativas de inflación y de tasas de interés que tiene el mercado. No es un movimiento sorpresivo que indique un cambio en la visión de mediano plazo que el Banco Central tiene de la economía, pero permite acomodar de forma anticipada la configuración de una situación de mayor debilidad en las presiones inflacionarias.

El Presidente cede la palabra a la señora María Eugenia Wagner, quien expresa lo siguiente:

El nuevo diseño macro que hemos construido e implementado en Chile considera una política fiscal que mantiene un superávit estructural del 1%, la flotación del tipo de cambio y la conducción de una política monetaria que busca lograr una meta inflacionaria dentro de un rango.

La política de superávit estructural permite amortiguar los ciclos económicos y aumentar en forma notable la certidumbre respecto del curso futuro de la política fiscal, reforzando la credibilidad de los inversionistas en el país, lo que abre espacios para tener tasas de interés en promedio más bajas. La regla fiscal permite la operación de los estabilizadores automáticos, pero éstos sólo permiten amortiguar o suavizar la caída o expansión en la actividad. Sin embargo, la aplicación de esta regla es incapaz, por construcción, de revertir por sí sola la



BANCO CENTRAL DE CHILE

dirección del ciclo. Así, la política fiscal de cumplimiento de la regla de superávit estructural del 1% debe ir acompañada de la política monetaria, para enfrentar en forma más eficiente los ciclos económicos. El instrumento de política monetaria tiene una mayor incidencia para revertir los efectos negativos de la fase de un ciclo económico como el que estamos enfrentando, en la medida que la política fiscal se utilice correctamente.

En una perspectiva más larga si observamos lo ocurrido en los últimos dos años, desde el segundo semestre del 2000 la demanda interna registra una persistente desaceleración, incluso con crecimiento negativo en los últimos meses. Si bien es cierto que esto se ha agravado por la desaceleración en la actividad mundial, las restricciones al acceso del crédito que enfrentan las economías emergentes, los acontecimientos del 11 de septiembre, la inestabilidad de nuestros vecinos de la región y la pérdida de ingresos que ha generado la caída en los términos de intercambio, no es menos efectivo que la política macroeconómica ha tenido efecto pero no ha sido capaz de revertir esta coyuntura.

La política fiscal ha seguido rigurosamente la regla anunciada, registrándose en el año 2001 el superávit estructural del 1%, lo que ha permitido cumplir el rol de amortiguación del ciclo que le corresponde, por diseño, a este instrumento.

A nuestro juicio, la política monetaria aún no ha logrado desempeñar plenamente su rol contracíclico, debido a las graves turbulencias que enfrentamos en el segundo semestre del año pasado. Si comparamos la tasa de interés nominal con la evolución del producto nominal, medida generalmente aceptada para medir si la política monetaria es expansiva o contractiva, observamos en el último tiempo que, a pesar de las reducciones en la tasa de instancia, la tasa de interés en los últimos meses ha sido mayor que la tasa de crecimiento del producto nominal, lo que es indicativo de una política monetaria insuficientemente expansiva.

Lo anterior puede deberse a que, en la práctica, los shocks de costos han sido más transitorios que permanentes y la propagación ha sido menor a lo proyectado.

Hoy vemos que la tasa de inflación se acerca al piso de la banda y que la demanda interna ha seguido cayendo, llegando incluso a tener tasas de crecimiento negativas. Mirado en retrospectiva, ahora con más información es posible pensar que se haya subutilizado el potencial de la política monetaria. Vemos que, tanto desde el punto de vista de la capacidad ociosa, como de la capacidad de endeudamiento, hay espacio para alcanzar un mayor crecimiento de la demanda interna y creemos que sería eficiente y adecuado utilizar la política monetaria para ese propósito.

Y por último, un punto importante que no puedo dejar de mencionar, es que en la medida que no se materialice una reactivación de la demanda interna y al mismo tiempo se observen las holguras de capacidad ociosa y acceso a financiamiento externo mencionadas, podría llegar a ser insostenible para el Gobierno, y en particular para el Ministerio de Hacienda, contener las presiones políticas que piden abandonar la regla de política fiscal y asumir un rol más activo. Demás está aquí explicar las consecuencias negativas que ello podría tener para nuestra economía.

El Consejero señor De Gregorio señala lo siguiente:

La coyuntura económica tal como lo describió la División de Estudios puede ser caracterizada de la siguiente manera:

La actividad está débil y la desaceleración probablemente ha sido mayor de lo esperado. Por el lado de la inflación ésta se encuentra cómodamente dentro del rango meta y si hay posibles desviaciones, éstas serían hacia su límite inferior.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Desde el punto de vista de las variables financieras, se observa que las tasas de interés en UF han sido impactadas al alza por las UF negativas, y en conjunto con expectativas inflacionarias decrecientes la tasa de interés real ha estado subiendo. Es decir, la actual instancia de política monetaria, dado el actual esquema de fijación de tasas nominales, se ha estado haciendo más restrictiva desde el punto de vista de la demanda agregada.

Sin embargo, en mi opinión, el escenario central no ha cambiado significativamente del observado en el mes anterior. Más aún, uno podría tener la tentación de decir, tal como lo afirman algunos analistas, que dado que el escenario no ha cambiado significativamente, no correspondería un movimiento de tasas. Mi impresión es que hemos estado operando bajo esta lógica en los últimos meses, y eso se refleja también en la presentación de opciones de política monetaria que nos acaba de presentar la División de Estudios. No obstante, dado incluso un mejor escenario internacional (Estados Unidos escapó apenas de la recesión técnica), o que, al menos, la recuperación de Estados Unidos se consolida, se podría argumentar que los cambios presentados no justificarían una reducción de la instancia de política monetaria.

Creo que este enfoque, el de mirar los cambios en el escenario central mes a mes y sobre la base de eso recomendar cambios de tasa, es parcial, por cuanto supone implícitamente que hemos seguido permanentemente una política de fijar la tasa de interés óptima dadas las condiciones coyunturales de la economía, y ésta por lo tanto debería cambiar sólo cuando dichas condiciones cambian. Digo que esta visión es parcial porque la tasa de interés actual no es la óptima, ya que una buena decisión de política monetaria depende no sólo del estado actual y las perspectivas de la economía, sino que además de la tasa de interés vigente. Es decir, en mi opinión, la tasa de política monetaria que aquí fijamos sería una combinación entre la tasa vigente al momento de la toma de la decisión y la tasa óptima (aquella que prevalecería en la ausencia de restricciones al movimiento de las tasas).

Entonces, lo que deberíamos preguntarnos es cuál sería esa tasa óptima en estos momentos y ajustarnos a ella de manera gradual, en el entendido que esta es una decisión en permanente evaluación. Dado el estado actual de la economía, creo que deberíamos tener una instancia de política monetaria expansiva. Cuán expansiva: de uno a dos puntos bajo la tasa neutral (definida como aquella que no genera impulsos de demanda). Por lo tanto una primera pregunta es cuál es esa tasa neutral.

En la época pre-nominalización, la idea, derivada de la regla de oro, era que la tasa de interés real debería ser igual a la tasa de crecimiento (a iguales plazos para la tasas de interés y crecimiento), pero en un esquema nominal y como se planteó en reuniones anteriores, la tasa de interés neutral debería ser algo como así el crecimiento del PIB nominal, lo que se sitúa entre 5 y 6%. Es decir la tasa vigente hoy sería una tasa neutra, a pesar que estemos enfrentando las tasas de interés más bajas de muchos años.

Que la tasa neutra sea menor que lo que se pensaba era en los años 90, década de un alto crecimiento, se ve reforzado por el hecho que estamos frente a una política fiscal más conservadora que la de años pasados, la que deja mayores espacios para bajas tasas de interés. Esto claramente es reflejado en las cifras de riesgo país.

En consecuencia, una tasa expansiva se situaría entre un 4% y 5%, y esa es tal vez la tasa que a mi juicio debería prevalecer si no hubiera ninguna restricción a los movimientos de tasas.

Esta visión se ve confirmada al comparar la situación de Chile con la situación internacional. Nuestra posición cíclica es similar a la de los Estados Unidos--e incluso se podría argumentar que estamos peor debido a la lentitud de nuestra recuperación y la consolidación de un pronto repunte en los Estados Unidos--, que tiene una tasa expansiva de política monetaria a un nivel de 1,75%, la que agregando, como cálculos conservadores, unos 175 puntos base de riesgo



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 29
Política Monetaria
19.02.2002

20.

país y un punto de diferencial de inflación, nos lleva a que una tasa equivalente de política monetaria en Chile debería ser de 4,5%.

Por supuesto, no se puede abogar por una drástica baja de tasas, porque esto tiene costos y riesgos que recomiendan prudencia, y por ello los movimientos son graduales. Sin embargo, siendo partidario de una baja gradual de 50 puntos base, creo que dada la coyuntura actual y sus perspectivas, hay espacio para reducir la tasa en 100 o 200 puntos base, y es por ello que de confirmarse un escenario como el que prevé la División de Estudios que se irá desarrollando durante el año, habrá espacio para bajas posteriores sin necesidad de que haya novedades o cambios importantes en el panorama general.

Es por lo anterior que en mi opinión deberíamos bajar la tasa de interés 50 puntos base, y quisiera dejar de manifiesto que de no haber cambios en la dirección de un deterioro significativo en el panorama inflacionario, creo que estaremos en condiciones de continuar bajando la tasa de interés en nuestras reuniones de política monetaria futuras.

Tal vez se pueda pensar en hacer un ajuste brusco de tasas, más allá de lo esperado por el mercado. La ventaja de esto es que evita un proceso largo de bajas de tasas, el que presumiblemente podría generar ciertas conductas no deseadas, como por ejemplo esperar antes de tomar decisiones de gasto a la espera de baja de tasas futuras. No obstante, esta estrategia tiene la desventaja que genera movimiento en los precios de los activos financieros que pueden tener efectos negativos. Si la baja de tasas es plenamente anticipada por el mercado, los efectos cambiarios de validar dichas expectativas reduciendo la tasa de política monetaria son mínimos. Sin embargo, una baja más allá de lo esperado puede generar un debilitamiento del peso exagerado en el muy corto plazo, limitando la fuerza de la señal de baja de tasas y el compromiso anti inflacionario. Creo que en esta coyuntura pesan más estos últimos efectos y por ello creo que 50 puntos base es lo mejor en esta ocasión.

Finalmente, quisiera pedirle a la División de Estudios, con la colaboración del resto de las Divisiones, que se abordaran dentro de sus planes de trabajo dos temas que requieren de análisis cuidadoso, algunos de los cuales ya se han estado realizando, y que han surgido como importantes a la luz de la discusión actual. Primero, cómo medir y cuánto debería ser una tasa de interés neutral. Y segundo, cómo se transmite la tasa rectora del Banco Central al resto de las tasas de mercado financiero.

El Vicepresidente señor Marshall señala que el determinar cuál es la tasa neutral, implica la corrección de la tasa de política monetaria, lo que significa una discusión distinta que no debiera ser analizada al tratarse las opciones. Posteriormente, se refiere a la pregunta planteada por el Presidente señor Massad acerca del nivel de la tasa de interés neutral y las experiencias existentes en la materia, teniendo presente que es difícil encontrar una economía con una tasa de interés real superior al 4%. Por otra parte, estima que si lo que se quiere es buscar la tasa de interés neutral para la política monetaria, hacerlo mediante rebajas sucesivas de sólo 25 puntos base resulta negativo.

Por lo anterior, cree que deben efectuarse los estudios necesarios con el objeto de que el Consejo analice la posibilidad de efectuar rebajas superiores a la actual tasa de política monetaria.

El señor Presidente solicita que en la Minuta que se elabore correspondiente a la presente Acta no se incorporen cifras respecto de la estimación que se hace por parte de los señores Consejeros, del monto en que estiman debe rebajarse la tasa de política monetaria. Asimismo, pide que se revise la forma en que se está tratando la manera de efectuar la rebaja de la tasa de interés.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, plantea la necesidad de considerar las tasas de interés en relación con el modelo que usa el Banco y las variaciones de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 29
Política Monetaria
19.02.2002

21.

la inflación, lo que, en su opinión, podría dar lugar a una revisión de las tasas sin afectar al modelo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que si bien existe una brecha en la inflación proyectada, no hay un cambio sustancial en el modelo, sin perjuicio de que como la inflación subyacente es más baja, ello podría afectar los próximos meses.

El Consejero señor De Gregorio opina que es el cambio de escenario el que incide en una nueva tasa de política monetaria. Al respecto, plantea si una baja más brusca lleva a preguntarse la importancia que reviste el anticiparse al mercado. Estima que los precios de los activos debieran reflejar esta anticipación, por lo que se pregunta acerca de cuáles serían los resultados si ya estuviera anticipada una mayor baja de la tasa de interés y en tal caso, se justificaría una mayor cautela.

El señor Presidente, antes de proceder a la votación, desea hacer un brevísimo comentario adicional que le sugieren las palabras de la Ministra Subrogante y expresa lo siguiente: De hecho, cuando se mantiene un manejo fiscal por reglas, parte importante del manejo macro a corto plazo es responsabilidad del Banco Central, pero naturalmente eso no significa que es responsable de lo que le ocurre a la economía porque hay muchos otros elementos, aparte de lo que resuelve el Banco Central, que están influyendo sobre la situación económica y que no son manejables a través de la tasa de interés. Lo que esto significa es que de hecho la responsabilidad es conjunta, aun cuando uno pudiera decir que teóricamente hay responsabilidades separadas, que a uno le corresponde una cosa y al otro otra. Por ello, la coordinación entre Ministerio de Hacienda y Banco Central es esencial para el mejor éxito de la política económica.

Piensa que el análisis que se ha realizado ha sido muy importante y ahora espera que, con la mayor rapidez posible, las Divisiones responsables puedan proveer la información suficiente para hacer una discusión, tanto sobre el nivel de tasa como la estrategia para alcanzarla.

En mérito de todo lo expuesto, el Consejo, por unanimidad, adopta el siguiente Acuerdo:

29-01-020219 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,0% anual a 5,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 50 puntos base.

IV. Comunicado

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria realizada el día de hoy, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,0% anual a 5,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también se ajustaron en 50 puntos base.

La situación internacional no presenta cambios fundamentales respecto de lo anticipado hace un mes. Si bien se observan indicios de una recuperación algo más dinámica de la economía de Estados Unidos, otros socios comerciales de Chile en América Latina presentan signos de mayor debilidad. La situación de Argentina se mantiene en estado crítico, afectando a exportadores e inversionistas chilenos en ese país, pero ni la economía chilena ni otras economías de la región han sufrido efectos más allá de lo previsto en enero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

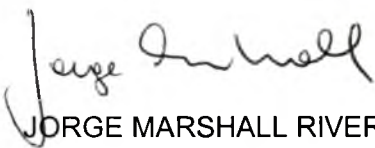
En el ámbito interno se ha reforzado el escenario de menores presiones inflacionarias futuras. Por un lado, el gasto doméstico ha seguido una trayectoria más débil de lo anticipado y los distintos indicadores parciales sugieren que esta trayectoria no se revertiría por sí sola en el corto plazo. Esta evolución, unida a un precio internacional del petróleo que se mantiene moderado, implica una trayectoria esperada de inflación que cae por debajo del centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Por otro lado, las expectativas privadas de inflación han disminuido significativamente, en especial aquellas implícitas en las tasas de interés a un año plazo.

Los antecedentes anteriores justifican la adopción de una política monetaria más expansiva, que contribuya a dinamizar el gasto sin poner en riesgo la meta de inflación.

El Consejo reafirma su compromiso de emplear con flexibilidad su instrumental monetario para encauzar la inflación dentro del rango meta de 2% a 4% anual, centrada en 3%."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



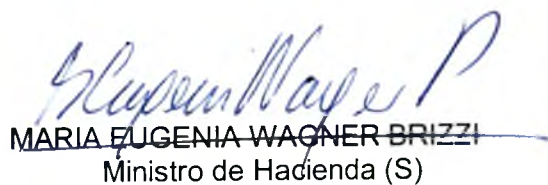
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe