



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 44
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 18 de febrero de 2003

En Santiago de Chile, a 18 de febrero de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y 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 el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 42, celebrada el 9 de enero de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 42, celebrada el 9 de enero de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2003.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2003, para el día 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

La trayectoria efectiva y esperada del precio internacional del petróleo, y en particular de la gasolina, se ha ubicado algo por sobre lo anticipado en el *Informe* de enero. Por su parte, y a pesar de la recuperación que exhibe el precio del cobre, el peso también se ha ubicado en un nivel más depreciado que el de principios de año, tanto en relación con el dólar como con una canasta amplia de monedas. Estos dos antecedentes han aumentado en casi medio punto las perspectivas de inflación para el primer semestre de este año. Por el momento no se aprecia un cambio sustantivo en el panorama de mediano plazo, principalmente por el carácter esencialmente transitorio que podrían tener aún los dos fenómenos anteriores. La mayor estabilidad regional, junto con una probabilidad todavía elevada de una guerra breve que no distorsione el suministro de crudo a nivel mundial, siguen siendo factores importantes que sustentan el escenario base. En todo caso, los escenarios de riesgo que se plantearon en el *Informe* de enero han tomado mayor preponderancia.

Por su parte, la información más reciente confirma un débil crecimiento de los costos laborales unitarios, gracias al reducido incremento de los salarios, en torno a 4% anual en diciembre. Adicionalmente, se apreció en el cuarto trimestre del año pasado una aceleración de la productividad, en particular en el sector industrial. A ello se añade un panorama sorpresivamente acotado de inflación subyacente IPCX e IPCX1, lo que indica que los márgenes se mantienen comprimidos. La estabilidad en las expectativas privadas de inflación señala que el mercado no aprecia un cambio sustantivo en el panorama de mediano plazo presentado en el *Informe* de enero. En efecto, luego de la reunión de enero, las tasas de interés de largo plazo tuvieron un ajuste relevante a la baja, en línea con las perspectivas de inflación presentadas en el *Informe* y la reducción de la tasa de política monetaria. Ello es además coherente con parte de la depreciación del tipo de cambio y la ampliación del diferencial interno-externo de tasas reales de mediano plazo, así como con el debilitado crecimiento de las exportaciones durante el año 2002, lo que constituyó una noticia relevante del último *Informe*.

No se aprecian aún novedades que modifiquen el panorama de crecimiento de la actividad y el gasto para este año, manteniéndose además los escenarios de riesgo derivados de la situación internacional. La actividad de diciembre se expandió por sobre lo esperado debido a noticias positivas que se concentraron especialmente en el sector minero y en menor medida en el industrial. La información sectorial reciente ha acentuado el diagnóstico de que la economía está en una senda de crecimiento moderado, gracias a una recuperación del consumo, pero con tasas de crecimiento menores para las exportaciones. El mercado laboral continúa mostrando un crecimiento del empleo, que si bien aún no se ha traducido en un aumento sostenido de la tasa de participación laboral, probablemente ha incidido en las mejoras de los indicadores de confianza de los hogares. Las ventas de vehículos nuevos se mantienen en niveles altos, lo mismo que las ventas de durables del comercio. Información indirecta muestra, además, que las existencias parecen haber terminado su ciclo de caídas del segundo semestre del año pasado: tanto las importaciones de consumo como la producción industrial han mostrado buenas tasas de crecimiento en los datos más recientes. Sumado a ello, y pese a que el total de las colocaciones muestra caídas en lo más reciente, se espera que los créditos de consumo continúen creciendo. El recorte de 25 puntos base en la tasa de política monetaria del mes pasado, a diferencia de lo ocurrido con las tasas de captación, que han disminuido, aún no ha sido traspasado a las tasas de interés de colocación, lo que probablemente sucederá a partir de marzo cuando se reanuden las ofertas de crédito del sistema financiero.



En la formación bruta de capital, en tanto, no se aprecian novedades. El mercado inmobiliario mantiene altos niveles de ventas, y parece haber culminado la aceleración del segundo semestre del año pasado. Los permisos de edificación aún no muestran el repunte esperado, dado el dinamismo del mercado de la vivienda, y tanto las ventas como las importaciones de bienes de capital continúan con un comportamiento errático.

La información más reciente y revisada del año 2002 muestra que el crecimiento de los volúmenes exportados de bienes estuvo por debajo de lo que se estimó en su momento. Las exportaciones totales de bienes tuvieron un incremento en volumen de sólo 1,4%, cifra inferior al 3,8% considerado en el *Informe* de enero. En estas correcciones jugaron un rol preponderante nuevas estimaciones de valor y de precios por categoría que, si bien no modificaron sustancialmente el agregado de las exportaciones, sí lo hicieron en sus precios, modificando con ello las estimaciones de cuántum. Parte importante del cambio se explica por un mayor valor de las exportaciones principales no cobre y uno menor de las resto. Las importaciones de bienes también tuvieron correcciones, aunque menores en relación con lo estimado previamente.

La ejecución fiscal para 2002 en su conjunto arrojó un déficit contable de 0,8% del PIB, lo que de acuerdo con el Ministerio de Hacienda es coherente con la meta de superávit estructural. El crecimiento del gasto con impacto macroeconómico y la inversión pública se ajustaron en el segundo semestre para cumplir con lo anunciado en octubre. Así, el gasto con impacto macroeconómico y la inversión finalizaron el año con incrementos reales de 4,6% y 6,7%, respectivamente, ambos menores a los considerados en la discusión del proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2002 (4,9% y 11%, respectivamente).

En su conjunto, la información más reciente permite esperar una trayectoria algo más acentuada para la inflación en el corto plazo (primer semestre), pero sin modificaciones en el escenario central de inflación para el mediano plazo contenido en el *Informe*, con un crecimiento moderado de la actividad y del gasto. El ritmo de crecimiento mundial continúa siendo positivo y el precio del cobre se ubica en torno a los niveles esperados para este año. Indudablemente, las turbulencias geopolíticas son el factor mayor de riesgo, pero por ahora persiste como escenario más probable una resolución rápida al conflicto que no ponga en peligro la recuperación de la economía global. En línea con estos antecedentes, el mercado no espera movimientos de la tasa de política monetaria en el corto plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario internacional

En términos gruesos, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se mantienen sin mayores cambios en relación con las consideradas en el *Informe* de enero. No sucede lo mismo con el precio del petróleo, que ha alcanzado —y se espera permanezca por algún tiempo más— niveles por sobre lo estimado entonces. Ello lleva a modificar al alza el precio promedio esperado para el año 2003, generando algún deterioro de los términos de intercambio, que no es compensado por el mejor precio del cobre del último tiempo. De otro lado, los riesgos asociados a la situación de Brasil se han reducido en las últimas semanas, como consecuencia de políticas y decisiones económicas que han permitido mejorar la confianza de los inversionistas. Esto, que ha contribuido a mejorar significativamente el manejo de la deuda pública en Brasil, no evita que se mantenga alguna cautela, por cuanto persisten riesgos políticos que podrían comprometer la liquidez y sustentabilidad de la deuda brasileña.

En términos de crecimiento mundial, las proyecciones para el presente año presentan cambios marginales a la baja respecto del escenario base de enero. Así, para el año 2003, se proyecta un crecimiento de 3,0% ponderado por PPC (paridad del poder de compra) y de 2,1% para los



BANCO CENTRAL DE CHILE

principales socios comerciales. Para el año 2004, en tanto, las proyecciones se ajustaron 0,1 y 0,2 puntos porcentuales al alza, para las proyecciones ponderadas a PPC y para los principales socios comerciales, respectivamente.

En lo que va del año, el precio del cobre ha registrado un aumento significativo, llegando a los niveles más altos de los últimos veinte meses, transándose en la vecindad de los US\$0,75 por libra. El deprimido desempeño de los mercados bursátiles, junto a la depreciación del dólar y la preferencia por activos más seguros, ha ayudado a generar una mayor demanda por metales, convirtiendo el cobre en una inversión atractiva. También ha influido la baja en los inventarios totales de cobre, sobre todo en las bolsas de metales asiáticas, por la demanda creciente de China y Corea. No obstante, no se espera que el actual nivel de precios perdure a mediano plazo, por lo que se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra en 2003 y 2004, respectivamente.

El petróleo, en tanto, ha mantenido un precio promedio que supera los US\$31 por barril en lo que va del año. El aumento del precio del crudo está asociado a la postergación de la resolución del conflicto en Venezuela y a una percepción de que el posible conflicto bélico en Irak tendrá un impacto mayor o más persistente sobre el precio del petróleo que el esperado anteriormente. En el mismo período, el precio internacional de la gasolina ha crecido por sobre el del crudo, más allá de la relación que históricamente mantenían. El cierre no programado de algunas refinerías y la paralización de la producción en Venezuela provocaron una importante caída de los inventarios en Estados Unidos, los que descendieron a los niveles de 1998, generando el mayor incremento en el precio de la gasolina.

De esta forma, el promedio proyectado del precio del petróleo para el año aumenta desde US\$25 por barril, considerado en enero a US\$26,5, y se mantiene la proyección de US\$23 para el año 2004, cifras aproximadamente en línea con lo que indican los futuros del crudo.

Los mercados financieros internacionales también han reflejado el nerviosismo por el posible conflicto bélico en Irak, a lo que se suma la falta de indicadores que permitan confirmar el inicio de una recuperación económica mundial sólida. Así, respecto de la anterior reunión de política monetaria el rendimiento de los bonos europeos a diez años cayó en cerca de 30 puntos base. El retorno de los bonos de largo plazo en dólares, en tanto, se ha mantenido relativamente estable, pues el efecto refugio de valor de estos instrumentos se ha visto compensado por la mayor emisión que emprenderá el gobierno norteamericano para financiar el incremento en su déficit fiscal. Además, se ha observado un considerable aumento en los precios de los metales, en especial del oro, el que llegó a sus niveles más altos desde fines de 1996.

Lo anterior también ha producido efectos en la cotización de la moneda estadounidense, en especial respecto del euro, con el que se ha depreciado alrededor de 4% desde la anterior reunión.

Los futuros de tasa *Fed Funds* señalan que una parte del mercado espera una rebaja adicional en la tasa de política, de 25 puntos base, en la próxima reunión de la Reserva Federal, aunque sólo la aparición de indicadores más negativos de los hasta el momento disponibles validarían este recorte. De todas formas, los agentes esperan que el proceso de alzas de tasas se inicie el segundo semestre del año. En la zona euro, en tanto, se anticipa una rebaja adicional de tasas de aquí a mediados de año de a lo menos 25 puntos base, en línea con el recorte decretado recientemente en el Reino Unido.

Respecto de los mercados emergentes, la situación en los principales focos de atención se ha tranquilizado, pese a que los fundamentos de las economías en cuestión siguen siendo frágiles. Aunque Argentina logró evitar una moratoria con el Fondo Monetario Internacional tras alcanzar un acuerdo de transición, no hay aún soluciones definitivas a los graves problemas que aquejan a esa economía. Por otro lado, el nuevo gobierno de Brasil ha logrado aumentar

Handwritten marks:
A blue checkmark and the initials "fmg" in blue ink.



la confianza de los inversionistas, permitiéndole enfrentar de mejor manera los compromisos de su deuda. Sin embargo, una caída en la confianza de los inversionistas, que podría darse, por ejemplo, si el gobierno se alejara de las políticas pro-mercado, comprometería seriamente la sustentabilidad de su deuda. También aparece como una fuente de riesgo un deterioro mayor en las condiciones reales y financieras externas, asociado a la materialización de los riesgos que enfrenta la economía mundial.

II. Mercados financieros

Hasta la primera semana de febrero, en el mercado financiero interno, al igual que en el resto del mundo, se observó una mayor preferencia por instrumentos más seguros, en especial de renta fija de corto y mediano plazo. Así, las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central con plazos inferiores a diez años, cayeron en promedio cerca de 30 puntos base. Estas menores tasas de interés reflejaron, además, la reducción de la tasa de política monetaria a comienzos de enero y las perspectivas de inflación presentadas en el *Informe*.

Más recientemente, sin embargo, las mejores expectativas respecto del Imacec de diciembre, junto con un cambio de portafolio hacia activos en dólares, ha provocado un aumento en las tasas de estos instrumentos, situándolas en niveles de UF+2,9% y UF+4% para los BCU5 y BCU10 años, respectivamente.

Las tasas de interés de los documentos nominales, por su parte, no han mostrado mayores cambios respecto de diciembre, tanto a corto como a mediano plazo. No obstante, dada la caída de las tasas reales de mediano plazo, esta estabilidad puede interpretarse como un realineamiento de las expectativas de inflación.

Respecto de la tasa de política monetaria, el mercado no espera cambios significativos durante el primer semestre del año 2003. Ello se aprecia tanto en la curva *forward* como en la encuesta de expectativas de febrero.

La trayectoria de las tasas de interés de los instrumentos privados de renta fija ha estado determinada por la variación positiva —tanto efectiva como esperada— de la UF en el corto plazo, registrando en la actualidad niveles históricamente bajos. En todo caso, no puede suponerse una tendencia concreta a partir de estos datos, por cuanto la escasez de transacciones del mes limita la información contenida en esas tasas de interés. Con todo, las letras de crédito muestran una TIR media de 5%, cifra que se repite para aquellas letras con tasa de emisión entre 4% y 6%, y que es de 6,2% para emisiones con tasas superiores a 6%. Las tasas de los bonos corporativos también han disminuido, promediando en la actualidad 5,3%. Si bien en enero se registró sólo una emisión de bonos, el monto vigente a la fecha de este tipo de inversiones supera los 320 millones de Unidades de Fomento, el mayor nivel desde que existe este tipo de instrumentos.

En enero y en las primeras semanas de febrero, inversamente a lo que ocurría hasta diciembre, el sistema financiero ha traspasado sólo parcialmente la reducción de la tasa de política monetaria a sus operaciones con el público. Sólo las tasas de captación han reaccionado a la baja, mientras las de colocación han aumentado. Es probable que esta situación se corrija en marzo, cuando la banca reanude las ofertas de créditos de consumo.

En cuanto a los agregados monetarios, en enero el dinero mantuvo el dinamismo de los meses previos. La variación real anual del M1A permanece sobre los dos dígitos (18,8%), asociada al menor costo de oportunidad de otros activos. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, muestran tasas de crecimiento más moderadas.

En enero, las colocaciones totales —al sector público y privado— cayeron por segundo mes consecutivo. En términos desagregados, mientras los créditos a empresas siguen



desacelerándose, los destinados a personas continúan aumentando, en particular los de consumo que alcanzan niveles similares a los de comienzos de 1998.

Tipo de cambio

En lo que va de 2003, el peso acumula una depreciación de 5,7% respecto del promedio de diciembre. En la primera quincena de enero la paridad entre la moneda local y el dólar se movió en torno a \$710, a partir de entonces inició una trayectoria de depreciación que la ha llevado a situarse entre \$740 y \$750. La situación bélica de Irak, sumada a sus efectos sobre el precio del petróleo, el nivel actual del Real y las menores tasas de interés de largo plazo en Chile han sido los principales sustentos de este aumento del tipo de cambio. El incremento del precio del cobre, que podría inducir a una apreciación del peso, hasta ahora no ha tenido mayor incidencia.

Las expectativas para la trayectoria del tipo de cambio de la encuesta de expectativas realizada a comienzos del mes, muestran un escenario de apreciación del peso, terminando el año en torno a \$720. Este número es coherente con las expectativas informadas por *Consensus Forecasts* en una encuesta del 10 de febrero. Esto también se reflejaba en la ampliación de los diferenciales de tasas reales internas y externas, que se produjo tras conocerse el *Informe* de enero. En lo más reciente, el aumento de las tasas internas ha disminuido el diferencial. El *spread* soberano, por su parte, está algo por sobre el de comienzos de año, aunque se compensa con una tasa externa menor.

Por otro lado, los precios futuros para el tipo de cambio que entrega *Bloomberg* indican una depreciación adicional del peso para fines de año, promediando en la última semana cerca de \$760 por dólar.

La proyección para el tipo de cambio real a febrero indica un aumento del orden de 8% respecto de diciembre pasado. Este valor es resultado, principalmente, de la depreciación nominal del peso respecto del dólar, reforzado por las apreciaciones del euro y del yen, que en el año acumulan 5,5% y 1,5%, respectivamente.

Bolsas

En las bolsas mundiales se ha observado un retroceso asociado a la ya comentada incertidumbre respecto del conflicto en Irak y su efecto sobre las decisiones de inversión de los agentes. Así, en lo que va del año el *Dow Jones* ha caído 8,3%, el *Nasdaq* 5,4%, los ADR latinos 9,1% y los ADR chilenos 0,3%. Esta última diferencia puede explicarse en parte por la entrega de los resultados del año pasado, mejores que lo esperado en algunas empresas chilenas con emisiones de ADRs.

El mercado local muestra un cierto desacoplamiento de la incertidumbre que ha afectado las bolsas mundiales. Es así como las positivas expectativas respecto de la actividad en diciembre, sumada a las noticias respecto de traspasos de propiedad y el efecto del mayor precio de la celulosa en el sector forestal, han configurado un mejor panorama. En lo que va de febrero, el IPSA y el IGPA acumulan crecimientos de 1,5% y 0,6%, respectivamente. Sin embargo, ajustados por la variación del tipo de cambio, estos índices anotan caídas similares al resto de las bolsas: 4% el IPSA y 4,8% el IGPA.

III. Actividad y empleo

La estimación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre y el año 2002 en su conjunto, tuvo una corrección al alza respecto de lo considerado en el *Informe* de enero. Un dinamismo mayor al anticipado en la actividad del sector industrial y, especialmente, de la minería explica el cambio. De esta manera, el crecimiento estimado para el año 2002 se ubica en 2% (antes



1,9%), y el del último trimestre del año en 3% (2,7%). Para el primer trimestre del presente año, el crecimiento esperado del PIB permanece en 3,2%, con una velocidad de incremento menor que la del cuarto trimestre de 2002.

En cuanto a la demanda, a la mayor estimación de incremento del PIB se sumó la revisión de la información de demanda externa neta para el año. Este cambio se debió, principalmente, a la incorporación de nuevos antecedentes de valores de exportaciones de bienes, lo que afectó al cuántum y a los deflatores previamente estimados. Como resultado de estas actualizaciones, el valor real de las exportaciones de bienes y servicios para 2002 tuvo un incremento de 1,9%, menor que el considerado en el *Informe* de enero (2,7%). Al mismo tiempo, los precios de éstas resultaron menos negativos, con una caída de 2,4% respecto del 3,3% anterior. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios para el año, tuvieron un crecimiento prácticamente igual (1% ahora versus 0,9% en enero), y con precios también algo menos negativos que lo considerado anteriormente.

Con estos antecedentes, la estimación de crecimiento de la demanda interna para 2002, aumentó desde 1,3% a 1,8%. Simultáneamente, se corrigió la trayectoria trimestral del gasto, con lo que en los tres primeros trimestres del año la variación estimada aumentó, en promedio, 0,7 puntos porcentuales. El cuarto trimestre no sufrió correcciones de relevancia.

Para el primer trimestre de 2003, en tanto, se corrige al alza la proyección de crecimiento de las exportaciones de bienes.

Demanda interna

Durante diciembre se mantuvieron las favorables señales para el consumo que se sucedieron en la última parte del año pasado. Por un lado, las ventas de bienes de consumo durable, tanto del comercio minorista como de sectores específicos, continúan creciendo en términos anuales; en particular, las ventas de automóviles nuevos aumentan a tasas del 30% anual. Por otro, los indicadores de consumo habitual también refuerzan su mejor desempeño, con ventas de supermercados Asach que mantienen un sostenido crecimiento, lo mismo que las del INE. Por su parte, las ventas industriales de bienes de consumo habitual, a pesar de que en el margen experimentan una disminución, se mantienen por sobre los registros de mediados de año.

La evolución de los indicadores de consumo ha seguido vinculada con las mejores expectativas de los agentes. En enero, el índice de ADIMARK registró el valor más alto desde marzo de 2000. Cualitativamente también hubo una mejora, pues las respuestas más favorables están asociadas con la situación actual del país y con las condiciones para comprar artículos durables en el presente, más que lo que se espera realizar a futuro.

La información de diciembre y enero muestra una recuperación de los niveles de existencias. Por un lado, las importaciones de consumo sostuvieron una importante recuperación luego del estancamiento que mostraban desde mediados del año pasado. Por otro lado, aunque con menor intensidad, se aprecia un incremento en la relación entre producción y ventas industriales del INE, la que crece marginalmente en diciembre.

Como se esperaba, en 2002 la inversión tuvo un débil comportamiento. Por el lado del componente maquinaria y equipos, las importaciones y ventas de bienes de capital experimentaron caídas anuales de 3,2% y 6,5%, respectivamente. No obstante, en diciembre y enero las importaciones de bienes de capital muestran una recuperación, la que si bien no es aún suficiente para marcar una tendencia, refleja un cambio respecto de la caída que mostró durante prácticamente todo el segundo semestre de 2002.



Por otra parte, la información del catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital a diciembre de 2002 señaló una disminución para el año 2001 de 3,1% (US\$122 millones) respecto de lo previsto en octubre. Para el año 2002, se aprecia un aumento de 2,7% (US\$112 millones), debido principalmente a aumentos en los sectores Inmobiliario, Energía y Obras Públicas, a pesar de algunas caídas menores en los sectores de Minería e Industria. Para 2003, en tanto, el valor total de la inversión proyectada tiene una disminución de 7,2% (-US\$400 millones), dada una disminución generalizada en todos los sectores, a excepción del inmobiliario.

Respecto de este último sector, en diciembre las ventas de viviendas nuevas alcanzaron a poco más de 800 unidades, con lo que los meses para agotar el stock aumentaron a 15. Este menor nivel de ventas, comparado con las más de mil unidades de meses anteriores, está fuertemente determinado por un componente estacional, por lo que ajustado por este factor no representa un cambio sustancial del dinamismo previo. De todas formas, se aprecia que la aceleración de las ventas se habría estancado en niveles elevados.

Los permisos de edificación, pese al dinamismo del sector, han caído a partir del segundo trimestre de 2002, llegando a niveles cercanos a la mitad de los observados a comienzos de año. Esta tendencia resulta importante por cuanto es un indicador de que la evolución de las ventas del sector inmobiliario aún no se materializa en mayor actividad del sector.

Política fiscal

Durante el cuarto trimestre de 2002, las cuentas fiscales jugaron un rol bastante menos expansivo que durante los primeros seis meses. El balance contable global anual fue de -0,8% del PIB, resultado menos deficitario que el proyectado oficialmente en octubre pasado (-0,9%) e inferior a la mayoría de las expectativas de los analistas privados. Por su parte, el superávit estructural del año fue 0,9% del PIB.

Lo anterior fue el resultado tanto de un ajuste por el lado del gasto con efecto macroeconómico como del muy positivo comportamiento de los ingresos tributarios. Es así como, medido en términos reales, durante el cuarto trimestre este gasto cayó 0,2% (*versus* 6,4% acumulado al tercer trimestre), totalizando un incremento de 4,6% en el año, ambas cifras respecto de iguales períodos del año 2001. El comportamiento del gasto se explica principalmente por la inversión pública que, tras concentrarse fuertemente en el primer semestre del año, cayó cerca de 13% real anual en el último trimestre del año 2002. De esta manera, durante 2002 la inversión mostró un incremento real anual de 6,7% (*versus* 11% estipulado en la Ley de Presupuesto).

Por su parte, los ingresos tributarios mostraron un incremento importante —de cerca de 12% en términos reales— respecto del último trimestre de 2001, valor que se compara positivamente con la cifras registradas en los períodos anteriores.

Sector externo

Como se señaló, se realizaron correcciones en la información disponible para el comercio exterior del año 2002. En el caso de las exportaciones de bienes, se produjeron cambios de valor que en el agregado implicaron un leve aumento (0,3%). Al interior de las distintas categorías hubo, no obstante, cambios significativos. Las exportaciones principales distintas de cobre se modificaron al alza en 4,7%, mientras las no tradicionales y otros a la baja en 0,5% y 6,3%, respectivamente. Las ventas de cobre, en tanto, se mantuvieron prácticamente sin cambios. A esto se sumó la actualización de los antecedentes de precios de exportación, lo que provocó una corrección general de los volúmenes exportados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Así, el volumen del total de envíos al exterior tuvo un crecimiento de 1,4%, inferior al considerado anteriormente (3,8%). Por categorías, el principal cambio se verificó en las no tradicionales que pasaron desde un aumento cercano a 7% a uno de 3,6%. La caída en el volumen de las exportaciones de cobre, en tanto, se acentuó (-3% ahora *versus* -1,2% en enero). La categoría Otros sufrió la corrección más importante en el incremento de su volumen (desde 10% a sólo 1%), aunque con una incidencia menor en el total. Las principales no cobre, por su parte, tuvieron un cambio menor, manteniéndose el incremento de quantum cercano a 6%. En cuanto al último trimestre del año 2002, el quantum de las exportaciones totales creció 1,0% anual, revirtiendo la caída de 4% en el cuarto anterior. El mayor crecimiento se dio en el volumen de los envíos resto (3,1%).

Las importaciones de bienes para 2002 también se vieron sujetas a revisión, mostrando una caída superior a la estimada previamente (-3,8% respecto de -3,1% en enero). Las distintas categorías tuvieron correcciones similares en sus valores. Respecto de sus precios, en general no se verificaron modificaciones relevantes. Las importaciones totales tuvieron una caída de precios de 3,9% y las de consumo una de 5,7%. Con esto, la caída de valor de las importaciones se tradujo en un ajuste a la baja en los quantum importados, que pasaron desde un crecimiento de 1% a 0,2%. En cuanto al último trimestre de 2002, el total de las importaciones tuvo un incremento de volumen de 3,8%, duplicando el crecimiento del trimestre previo. Algo similar ocurrió con el quantum de las internaciones de bienes de consumo, que aumentó 14,5% anual en el último cuarto de 2002, luego de crecer 7% en el trimestre anterior.

Respecto de enero de 2003, el valor de las exportaciones tuvo un aumento en doce meses de 6,6%, cifra que llegó a 10,7% en el caso de las importaciones.

Mercado laboral

En el cuarto trimestre de 2002, el panorama del mercado laboral acentuó la tendencia positiva mostrada los últimos meses. Eliminados los factores estacionales, el empleo continuó al alza, con un incremento respecto del trimestre móvil anterior de alrededor de diez mil puestos de trabajo, explicado por un aumento de la ocupación en el sector privado. Por el contrario, los programas fiscales directos se redujeron en aproximadamente siete mil plazas.

Así, de acuerdo con la información del INE, en el trimestre móvil octubre-diciembre la tasa de desempleo a nivel nacional —tanto desestacionalizada como en términos absolutos— fue la más baja desde principios de 1999. Similar comportamiento tuvo la tasa de desocupación que la Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile reportó para diciembre de 2002 (11,9%) y que, en este caso, es la más baja desde diciembre de 1998.

Este contexto de mayor ocupación y menor tasa de desempleo no ha estado acompañado aún por un aumento sostenido de la tasa de participación, la que se mantiene estable desde el trimestre móvil finalizado en octubre del año pasado. Por otro lado, las vacantes sufrieron una desaceleración en su crecimiento anual en enero pasado.

Por sectores, el comportamiento de la ocupación se explicó principalmente por los servicios comunales, sociales y personales, el comercio y la construcción, que en conjunto generaron cerca de 35 mil puestos de trabajo entre los trimestres móviles finalizados en noviembre y diciembre del año recién pasado. Aislado los efectos estacionales, el empleo en los sectores construcción e industria confirmó el cambio de tendencia registrado desde octubre y noviembre de 2002, respectivamente. Esto es, el sector construcción creó siete mil plazas de trabajo, mientras que en la industria se produjo una merma de cinco mil.



IV. Precios y costos

En enero el IPC tuvo una variación de 0,1%, en línea con las estimaciones internas y por debajo de lo que señalaban las expectativas de mercado (0,2% - 0,3%). Si bien la trayectoria del precio del petróleo y su efecto sobre el de los combustibles en el mercado interno fue el principal determinante del incremento del IPC, las caídas en los precios de perecibles, vestuario y productos médicos compensaron parte importante de ella. Aunque las dos primeras corresponden a factores estacionales esperados, la de los productos médicos constituyó una sorpresa, la que a su vez tuvo impacto sobre la estimación de inflación subyacente, en especial del IPCX1. Así, para la inflación tanto del IPCX como del IPCX1, la variación mensual fue de 0% y el incremento anual se situó en 1,7%.

A contar de mediados de diciembre, el precio del petróleo en los mercados internacionales ha experimentado una marcada alza (alrededor de 25% a la fecha de cierre de esta minuta), lo que a su vez se ha traspasado a los precios internacionales de sus derivados. El impacto de este aumento en el mercado interno ha sido sustancial en enero y febrero. En efecto, el precio de la gasolina automotriz —el combustible con mayor ponderación del IPC— así como el del resto de los derivados considerados, ha aumentado entre 15% y 20% los dos últimos meses, pese a que en todos ellos ha comenzado a operar el subsidio que aporta el FEPP. En el caso de la gasolina, el efecto se ha visto amplificado por el desalineamiento que muestra respecto del precio del crudo, con un aumento equivalente al triple del observado en el petróleo desde mediados de enero.

Por ahora, el escenario base de proyección de corto plazo considera que el precio del petróleo promediará alrededor de US\$32 y US\$28 en el primer y segundo trimestres del año, lo que está aproximadamente en línea con lo que indican los futuros de precios en los últimos días.

El precio interno de los combustibles también ha sido además afectado por la depreciación del peso en las semanas más recientes. Aunque el nivel actual del tipo de cambio es 5% mayor al considerado en enero, se estima que esta alza será temporal, retornando al escenario base en el transcurso de 2003. Dada esta transitoriedad, no se cree que en el corto plazo se dé un canal de traspaso distinto del habitual, esto es, hacia las tarifas de los servicios públicos.

Por ahora, el efecto combinado del mayor precio de los combustibles y del tipo de cambio hará aumentar la tarifa de la locomoción colectiva en \$10 a mediados de febrero, pudiendo producirse un nuevo incremento a mediados de marzo, el que alcanzaría a \$20. Asimismo, se espera que en el transcurso del segundo trimestre, y sujeto a la ocurrencia del escenario del precio del petróleo ya señalado, al menos uno de los aumentos se revierta.

De materializarse un escenario alternativo, en que el tipo de cambio se mantiene en torno a \$750 por dólar y el precio del petróleo continúa en niveles de US\$32 por barril durante este y el próximo año, el escenario de inflación esperada obviamente se modifica al alza. Como referencia, y considerando sólo los efectos directos de estas trayectorias alternativas sobre la inflación y el PIB —y no efectos sobre el resto de las variables que configuran el escenario internacional, las que seguramente también se verían afectadas— se estima que la inflación del IPC sería casi dos puntos porcentuales mayor que en el escenario base, tanto a fines de este año y del próximo. La inflación subyacente, en tanto, aumentaría en torno a un punto porcentual este año y casi dos el próximo. En todo caso, las consecuencias de este escenario sobre el crecimiento mundial, el precio del cobre y las expectativas locales, deberían mitigar parcialmente estos efectos.

Las expectativas de inflación de los agentes, respondiendo a la mayor incertidumbre respecto del precio del petróleo y el aumento del tipo de cambio, han mostrado un pequeño aumento durante la segunda semana de febrero. A cinco años plazo, no obstante, permanecen en torno al 3%. A un año plazo, la encuesta realizada a las mesas de dinero señala niveles de 2,4%,



con un leve incremento respecto de enero. La encuesta de expectativas realizada a comienzos de mes, muestra una leve caída en relación con los meses previos, con una inflación esperada a diciembre de este año que pasa desde 3% (mediana de las anteriores cinco encuestas) a 2,9%. A dos años plazo, el diferencial de tasas entre las operaciones nominales y las reajustables se sitúa también en 2,3%, mientras que la encuesta de expectativas permanece en 3%.

Por el lado de los salarios, en diciembre pasado las remuneraciones nominales experimentaron un importante crecimiento mensual, aunque con variaciones anuales a la baja respecto del mes anterior (Índice de Remuneraciones por Hora e Índice del Costo de Mano de Obra, 4,0% y 4,1%, respectivamente). Con todo, estos indicadores cerraron el año con incrementos anuales menores en más de un punto porcentual a los del año anterior, caída en línea con el ajuste que la inflación subyacente tuvo en el año 2002.

En la evolución de los salarios de diciembre destacó el incremento mensual típico por estacionalidad de aquellos correspondientes al sector público, no obstante en términos anuales estos últimos tuvieron una marcada caída por el reajuste concretado en dicho mes. Ligado a este reajuste, los salarios de servicios redujeron su incremento anual a 3,9% a fines de 2002, prácticamente la mitad del incremento de fines de 2001, ubicando su reajuste por debajo del reajuste del sector privado por primera vez desde comienzos de 2001.

Este comportamiento de los salarios, sumado a los incrementos de productividad más recientes, provocó una nueva desaceleración en los costos laborales unitarios, en especial del sector industrial. Esto viene a reforzar un escenario de menores presiones inflacionarias en el mercado del trabajo.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Como se mencionó, dos factores modifican las perspectivas de inflación en el corto plazo respecto de lo considerado en enero: el precio del petróleo y el tipo de cambio. Por el lado del precio del petróleo, se incluye un mayor precio en el primer semestre del año, pasando desde un promedio de US\$30 y US\$25 en el primer y segundo trimestre, a promedios de US\$32 y US\$28, respectivamente. Como es habitual, el principal efecto del precio del petróleo se verifica en un aumento en el precio interno de los combustibles, parte del cual ya se aprecia. Además, tiene alcances en la tarifa de la locomoción colectiva y también sobre algunos servicios como telefonía y agua potable, que incorporan en sus cláusulas de reajuste el IPM (Índice de Precios al por mayor).

Respecto del efecto del tipo de cambio en el corto plazo, no se considera un traspaso distinto del habitual, centrándose parte importante en las tarifas de los servicios básicos, lo que se suma al impacto del precio del petróleo sobre este ítem.

De esta forma, las estimaciones disponibles indican que en febrero el IPC tendría un incremento de 0,5%. El efecto de las alzas acumuladas en el precio de los combustibles, el reajuste en la tarifa de la locomoción colectiva, así como en los servicios públicos derivado del aumento del IPM en enero (3%), determinan este resultado. Se contraponen la continuación de las caídas estacionales en los precios de perecibles y vestuario. Con esto, la inflación anual del IPC subiría hasta 3,5%.

Marzo, en tanto, tendría una inflación más cercana a 0,8%, con marcada estacionalidad en el rubro educación, la continuación de los efectos del aumento en el precio de los combustibles y un nuevo aumento en la tarifa de las micros, el que dado el tipo de cambio esperado para febrero y el aumento en petróleo diesel, sería de \$20. Con ello la inflación anual subiría hasta 3,8%. En el segundo trimestre, de verificarse el escenario previsto para el precio del petróleo,



podrían observarse meses de inflación negativa, llegando el incremento anual del IPC a cerca de 3% para mediados de año.

En cuanto al IPCX, se espera finalice el primer trimestre con un incremento anual cercano a 2%, el que aumentaría a 2,3% para fines del segundo cuarto del año.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que le parece pertinente agregar algunos comentarios con respecto al escenario internacional, el que promete ser especialmente importante en los próximos meses, en el sentido de cómo se comparan ahora las perspectivas de la economía mundial frente a lo que se observaba en la última reunión.

Cualitativamente, dice, el escenario no ha cambiado mucho en términos de que lo más probable sea un ataque de Estados Unidos con una resolución relativamente rápida. Sin embargo, respecto a ese escenario y sus riesgos, hay dos cambios desfavorables importantes. El primero de estos riesgos es que la situación actual, con incertidumbre y resolución inconclusa, se prolongue por mayor tiempo que lo esperado, en la medida que Estados Unidos ha enfrentado mayor resistencia que la esperada respecto al apoyo de potenciales aliados e incluso de parte de su población interna. En este caso, los altos precios del petróleo que se han observado, así como la mayor incertidumbre financiera y real, podrían continuar más allá de lo previsto.

Un segundo riesgo que cree también se ha incrementado, es que tras este ataque, la resolución del conflicto y sus consecuencias no se resuelvan tan rápidamente. Señala que han aumentado las señales de alerta respecto a ataques terroristas de Al Qaeda y también se han detectado movimientos de explosivos en el sur de Irak, lo cual hace temer posibles daños a pozos petroleros en caso que el ataque sea vía Kuwait.

El otro cambio importante tiene que ver con el escenario central. Lo que se ha visto es que el precio del petróleo está más alto y probablemente continuará siendo más alto de lo que se esperaba. La impresión que existe es que, más allá de los efectos de la situación en Irak, el impacto que ha tenido la situación en Venezuela ha sido importante. Señala que su producción estimada de petróleo ha caído en unos dos millones de barriles diarios y cree que eso ha tenido un impacto de algunos dólares por barril. Esto ha hecho incrementar los precios ahora y se espera que también continúe siendo el caso durante varios meses más porque no se espera una recuperación rápida de la producción en Venezuela. Esto hace que, además del incremento en los riesgos, el precio del petróleo probablemente se mantendrá por un tiempo más prolongado a niveles más altos.

El Consejero señor De Gregorio respecto de lo que pasa con el tipo de cambio, comenta que cuando el Real está turbulento nosotros nos correlacionamos bastante con el Real, luego se tranquiliza la situación en Brasil, se deteriora el cobre y nos correlacionamos con el cobre. Sugiere una correlación con la variable de peor comportamiento en nuestro escenario externo, puesto que el tipo de cambio es la variable de ajuste a shocks externos, y no así la prima por riesgo como ocurre en otras partes. Por ello hay que ver en conjunto las monedas de Latinoamérica, el precio del petróleo, del cobre, los spreads soberanos, etc. En vez de ver las correlaciones aisladas, sugiere mirar la correlación con lo más malo de ese momento.

El otro tema que desea consultar se refiere a los modelos. Entiende que es complicado correr los modelos todos los meses, hacer todos los supuestos, pero cree que se



podría tener alguna pista no sólo de cómo se ven las proyecciones de inflación para los próximos cinco o seis meses, sino también la proyección a dos años. Dado que la decisión en esta reunión de política monetaria es respecto a un objetivo que tiene un horizonte a dos años, cree que con todo lo preliminar que se pueda hacer esto mes a mes, sería útil, en particular, en escenarios como los que se está viviendo hoy día, con estas noticias malas del petróleo o con lo que pueda estar pasando con el precio del pan. Cree que podría ser útil tener algún vistazo cómo esto provoca desviaciones de lo que se hizo con un poco más de cuidado y rigor al momento de preparar el IPOM.

El señor Ministro de Hacienda desea complementar lo expresado por el Consejero señor De Gregorio, señalando que en las colocaciones de los bonos soberanos, en reiteradas ocasiones le han preguntado por la explicación de la tendencia del peso a acoplarse con otras monedas latinoamericanas, llamándoles la atención que mientras el peso parece ser bastante frágil, el riesgo país parece ser bastante estable. Deben existir explicaciones para esto, pero se tiene la sensación de que el tipo de cambio, por lo menos en un cierto plazo, reacciona con alta correlación con el real debido a que el real cuando se está depreciando es porque se ve peor la situación de Brasil y si la situación de Brasil es peor, tanto por el lado comercial como por el lado de la inversión extranjera y flujo de capitales a la región, es probable que a Chile llegue menos capital, y por consiguiente, el valor de equilibrio del peso sea algo más depreciado. Lo mismo ocurre en el caso de caídas en el precio del cobre, o en el caso de alzas del precio del petróleo. Pero llama la atención que el riesgo soberano continúa notablemente estable, incluso, cuando ocurre cualquiera de estos tipos de shocks.

Alguien podría argumentar que escenarios, en general peores por cobre, petróleo o riesgo latinoamericano, no impactan de modo perceptible la capacidad del Fisco de prepagar sus obligaciones, pero eso es dudoso. No es que el superávit estructural sea robusto a cualquier situación de la naturaleza, pero el Fisco va a pagar igual, pero el país es más pobre y por lo tanto, tiene que haber el mismo riesgo soberano y un peso más depreciado. No sabe si ésta es una situación que se pudiera observar uniformemente en otros países que flotan, quizás en México porque últimamente se han visto movimientos del peso sin cambio del riesgo país, pero en el caso de Brasil y Argentina se ve una alta correlación entre cambios de riesgo país y cambios en el valor de la moneda. Sin embargo, llama la atención en el caso de Chile esta independencia relativa, más que relativa absoluta, entre los spreads y el valor de la moneda.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que si se observara con un poco de cuidado lo que pasa en otras economías emergentes, en particular en Europa, se podría llegar a observar algo similar a lo que pasa en Chile o en México, en el sentido que las primas de riesgo soberano son más estables que los movimientos del tipo de cambio. Lo que resultaría tal vez más sorprendente, sería lo que pasa en Argentina y en Brasil, en el sentido que cualquier mala noticia se traduce en afectar la capacidad de pago del Fisco, y todos los ajustes se van a la prima de riesgo soberano, o sea el spread. En cambio en una economía relativamente más normal, la capacidad de pago del Fisco es mucho menos vulnerable a shocks que tienen que ver con cambios de precios relativos. Tal vez eso debería ser lo más normal en economías más estables, y por ello, tal vez una buena comparación sería mirar a países de Europa emergentes, u otros países de riesgo relativamente bajo, como algunos países asiáticos.

El Presidente señala que también en el caso de Chile el tipo de cambio ejerce una influencia positiva sobre las posibilidades de pago al Fisco, y no negativas, de modo que los shocks que se reflejen en el tipo de cambio mejoran más que deterioran algo.



El Gerente de División Estudios cree que lo que ha dicho el Presidente es muy importante. El efecto de la depreciación en las finanzas públicas cree que es muy distinto en Brasil, Argentina o Chile y eso, por cierto, es fundamental para cualquier análisis.

Lo segundo, es que piensa que, detrás de estas correlaciones pueden estar movimientos de naturaleza disímil: un efecto posible del entorno internacional es que cambie el tipo de cambio real de largo plazo requerido para la economía y otra cosa, diferente, es que cambie el tipo de cambio hoy día porque cambió el riesgo país que se enfrenta. Entonces, la correlación observada puede diferir entre países según la naturaleza de los shocks.

El señor Ministro de Hacienda acota diciendo que el riesgo país es solo una de las variables que puede implicar un cambio en el tipo de cambio real de largo plazo.

Efectivamente, dice el señor Valdés, y por lo tanto, en el caso nuestro probablemente se está moviendo más el tipo de cambio real de largo plazo; de hecho, nuestro diferencial de tasas relevante con el exterior no se mueve tanto. En otros países, en el caso de Brasil por ejemplo, el típico mecanismo es el que riesgo país, por paridad descubierta de tasas, mueve hoy día el tipo de cambio, pero posiblemente, el tipo de cambio real de largo plazo no se mueva tanto. Establece que esto no es otra cosa que el reflejo de cómo opera la lógica de los modelos de proyección del Banco Central de Brasil y el del Banco Central de Chile. El análisis más típico de ellos es mantener un tipo de cambio real de largo plazo estable y, por arbitraje, considerar el movimiento del tipo de cambio real hoy luego de movimientos en el spread como un argumento central en la discusión.

En nuestro caso, señala el señor Valdés, puede ser al revés. Se piensa que el tipo de cambio real de equilibrio se mueve bastante, ya que tenemos una economía más abierta, los términos de intercambio nuestros son más volátiles, y se necesita acomodar estos shocks a través de un sistema en que precisamente sea a través del tipo de cambio. En todo caso, estima que es un tema que amerita una mayor investigación.

El señor Ministro de Hacienda hace una tercera hipótesis, señalando que la vulnerabilidad de los privados y el sector público frente a cambios en el entorno internacional es muy distinta. Entre otras cosas, por lo que aquí mismo se argumenta, y por otro lado, por el alto grado de compromiso de moneda extranjera del sector privado, que incluso está detrás del riesgo país. Entonces, se puede pensar que eventos malos de la naturaleza le introducen un riesgo a la capacidad de prepago del sector privado, lo cual tiende a compensarse con un tipo de cambio más depreciado para mejorar su capacidad de pago. Pero eso no le ocurre al Fisco y si se piensa en que los mercados son relativamente delicados, ¿no será que el sector privado se cubre muy rápidamente frente a malas noticias y el sector público no aprovecha su ventaja comparativa para hacer las ganancias? Esa es su duda.

El Consejero señor Desormeaux, sobre el mismo punto, plantea que la tercera variable que agregaría a esta ecuación para explicar el tipo de cambio es justamente este problema. Señala que tal vez lo llamaría problema de iliquidez y fundamentalmente radicado en las empresas eléctricas. Indica que estas empresas tienen un descalce estructural con grandes pasivos en dólares como resultado de sus inversiones en Brasil y cuando ellas ven que hay un riesgo de asumir una pérdida importante por un deterioro, por ejemplo, en la situación brasileña, ejercen una fuerte demanda por instrumentos de cobertura. Enfatiza que éste es un problema de descalce, porque cuando vienen los tiempos buenos, estas empresas dejan de renovar estas coberturas y se producen oscilaciones en sentido inverso en el mercado cambiario.

El señor Valdés contesta la consulta del Consejero señor De Gregorio diciendo que el escenario base no cambia por ahora y, por lo tanto, la proyección de inflación en el

96



mediano plazo es básicamente la misma que la que existe en el Informe, bajo el supuesto importantísimo de que el petróleo cae a los niveles que se mostraban en la presentación y que son coherentes con el Informe de Política Monetaria, lo mismo que el tipo de cambio. De hecho, dice, lo que se observa en ese escenario es que la inflación va a ser aún más baja a principios del próximo año, por un problema de bases de comparación: existe mayor inflación ahora, pero ésta se deshace en un escenario coherente con los niveles de precios del petróleo presentados en el Informe, por lo tanto, con alguna deflación. En otras palabras, dice, al subir el precio del petróleo para este año, la inflación aumenta en los próximos meses, por eso, a fin de año ésta va a ser algo mayor, y por lo mismo, menor a principios del próximo año porque se deshace lo recorrido hasta ese momento.

¿Qué pasa en escenarios menos benignos? En la minuta se presentó una proyección muy básica, porque no tiene efectos de segunda vuelta, pero que considera un tipo de cambio en niveles de \$ 750 de manera persistente, y un precio del petróleo de US\$ 32 también persistente. Se considera que las expectativas son endógenas, consistentes, pero no existen efectos en el crecimiento de los socios comerciales, en el precio del cobre y otros que podrían derivarse de esta situación, que probablemente aumentarían las holguras. Por lo tanto, esta proyección puede considerarse una cota superior. En un ejercicio como éste sucede que la inflación, este año y el próximo, está cerca de dos puntos por encima del escenario base. A nivel subyacente, la inflación aumenta cerca de un punto este año y algo menos de dos puntos el próximo año.

Por lo tanto, en dos años más estaríamos cerca de una inflación de cinco por ciento si el precio del petróleo se mantiene en US\$ 32 por dos años, aunque sin considerar estos efectos de holgura. Si esta situación es persistente, la inflación puede estar entre cuatro y cinco por ciento en el horizonte de proyección. En todo caso, cabe mencionar que éste es un escenario que no es coherente con lo que dicen los especialistas y tampoco es coherente con lo que dicen los precios futuros de petróleo, los que apuntan hacia abajo, por lo tanto, es un escenario muy extremo.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que en el informe presentado por la División Estudios se reconoce un deterioro marginal del escenario central. Le gustaría saber cómo afecta este deterioro a las proyecciones del año 2003 dadas a conocer en el IPOM de enero, especialmente respecto a la demanda interna que para el primer trimestre redujo su crecimiento desde 4,5% a alrededor de 2%. Consulta cómo afecta la proyección de 4,3% para el año y también desea se le informe cómo son afectadas las proyecciones de términos de intercambio, inflación y nivel de tipo de cambio para el citado año 2003.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que lo que básicamente ha ocurrido es la incorporación de noticias de la segunda quincena de enero y la primera semana de febrero respecto al desempeño de las exportaciones que ha sido mucho más positivo de lo que se esperó en el Informe de enero para el primer trimestre. Con eso, se está pasando de un volumen de crecimiento de las equis para el primer trimestre de 3% a uno de 9% con básicamente ya la mitad del primer trimestre.

Como no ha habido cambios en la proyección de actividad, que eso es un supuesto bastante fuerte que sigue entre 3% y 3,5%, la contraparte de esto es básicamente menos gasto. Explica que esto no lo consideran para nada como un antecedente para cambiar el escenario del año, tanto en términos de gasto como en términos de crecimiento, debido a que responde a las volatilidades propias tanto de los valores como de los precios de los deflatores de comercio exterior, por lo tanto, no hay cambios en el escenario de crecimiento de actividad y gasto para el año que es un crecimiento entre 3% y 4% y un crecimiento del gasto algo por sobre 4%.



El Gerente de División Estudios, señor Valdés, se refiere a la proyección de crecimiento para el año y por qué no hay todavía antecedentes para cambiarla. Es cierto, dice, que la situación del petróleo aumenta la probabilidad de una menor actividad, pero cree que, por el momento, en el escenario central que se discute, todavía hay buenas posibilidades de que el mayor gasto se sostenga. Señala que si el precio del petróleo se mantiene más alto, es probable que el crecimiento del PIB será menor a lo que se presupuestaba. Contra esa noticia o riesgo negativo está la sorpresa en minería que, como se ha planteado otras veces, no tiene mayor implicancia respecto de la trayectoria inflacionaria. Sin embargo, es efectivo que la Minera Escondida está produciendo más rápido de lo que se suponía y que, por lo tanto, se podría tener sorpresas positivas para la actividad minera para el año completo. Esas dos cosas hacen, por ahora, no cambiar la visión que se tiene para el año.

El Vicepresidente señor Marshall tiene la impresión de que no hay un cambio en el escenario central. Piensa que el escenario central más o menos se ha ido dando como se había anticipado en el IPOM anterior y afirma esto, señalando que el conjunto de manifestaciones antibélicas que hay en el mundo conlleva a que el escenario de una guerra prolongada se disminuye, o sea, es difícil que Estados Unidos inicie una guerra si no tiene una cierta garantía que la va a terminar pronto, por cuanto va a ser una guerra contra la opinión pública mundial.

Cree que ese factor de escenario bélico nos aproxima a un escenario bélico de menor duración. Piensa que el escenario de más corta duración es el que tiene más validez, y posiblemente se vaya a tener un período de espera. Cree que el escenario que se pensaba podía iniciarse en enero, se ha trasladado un poco por los cambios en el panorama mundial, pero no lo ve como un escenario en el cual hoy día se enfrenten riesgos sustantivamente mayores que los anteriores. Son más o menos los mismos riesgos con un cambio en la ubicación de la opinión pública mundial que ha obligado a los gobiernos a repensar su estrategia, incluyendo las estrategias bélicas, pero no lo ve como un cambio de que aquí se esté en presencia de fenómenos de incertidumbre. Por el lado externo, lo que observa es que éste es un traslado, una prolongación de este compás de espera, pero no lo ve que sea más riesgoso del que se tenía un par de meses atrás. Y en el escenario interno, más allá de los cambios en ciertos precios, destaca el repunte de las expectativas de los hogares, que es como un dato bien exógeno en el sentido que no es un cálculo residual de nada y ése es un dato fuerte, porque ya lleva dos meses consecutivos, dos meses subiendo, por lo tanto, cree que eso no lleva a pensar que de alguna manera el escenario central, si bien temporalmente las variables no coinciden con lo que se había anticipado, se validan con los datos actuales. Cree que se está en el escenario que se había pensado como de mediano plazo. A lo mejor, agrega, se puede decir el escenario de mediano plazo se mantiene a pesar de que en el corto plazo hay eventos que se van modificando.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, señala que, cuando hablaba anteriormente de los efectos de las protestas y la resistencia de los aliados a sumarse al ataque de Estados Unidos a Irak y sus consecuencias, se refería básicamente a que esto incrementaba el riesgo de que se prolongara la situación actual de incertidumbre. Cree que es muy posible que esa protesta no alargue los períodos una vez iniciada una guerra, cuando lo más probable todavía siguen siendo resultados relativamente rápidos, sin perjuicio que haya algunas señales como la de los atentados terroristas, como lo que está pasando en Irak, que puede por ese lado alargar los efectos de un ataque. En otras palabras, está de acuerdo que el efecto principal de las protestas es más bien prolongar la situación actual. Ahora, el problema es que prolongar la situación actual en general es algo que afecta negativamente a la economía mundial, en el sentido de mantener el precio del petróleo más alto por un período más largo y también por aumentar la incertidumbre, perjudicando el desempeño de los mercados financieros y reales. De hecho, esta es, por ejemplo, una preocupación muy concreta de la Reserva Federal y el mismo Alan Greenspan salió la semana pasada hablando sobre este tema. La visión que ellos tienen es que una vez que se despeje el tema Irak, va a



BANCO CENTRAL DE CHILE

haber una recuperación rápida y que todos los fundamentos subyacentes que habría actualmente van a tener un impacto en plenitud, pero que mientras no se resuelva tendrá un costo sobre la economía real. El riesgo, entonces, es que estas protestas atrasen un tanto el inicio de un ataque, el que sigue siendo altamente probable y, por consiguiente, haya un costo por ese lado.

El Presidente se refiere a que en la sesión anterior se veían como riesgos externos principales Brasil y la guerra de Irak. Señala que el de Brasil se ha ido, en cierto sentido, aliviando en algún grado, y el de la guerra se mantiene más o menos en los términos conversados. El precio del cobre, si bien ha mostrado alguna debilidad en días recientes, se ha mantenido en niveles un poco más alto de lo que se pensaba a comienzos de año y el problema ha sido básicamente el precio del petróleo, que sí se ha estabilizado, al parecer, en niveles relativamente más elevados de los que se esperaba originalmente.

En este contexto general que implica algún efecto sobre el tipo de cambio, el peso se ha depreciado en términos reales alrededor de 7% desde comienzos de año, o de ese orden de magnitud. El peligro interno que pudiera aparecer es algún grado de desanclaje de expectativas que tampoco se observa; de hecho, si se mira tanto por el lado de los forwards como por el lado de las encuestas y otros indicadores vinculados a precios de valores, no parece haber ningún grado de desanclaje de expectativas al final del período de proyección. Sin embargo, si existe un efecto de inflación muy concentrado en los próximos meses, pudiera haber algún riesgo de que ese efecto de inflación muy concentrado pudiera meterse de algún modo en las expectativas. Si llegaran a materializarse aumentos importantes de precios de productos de consumo generalizado, como el pan por ejemplo que se anuncia, eso podría tener algún efecto en esa dirección. Y eso, a su vez, por la existencia de indización, tendería a incidir después en otros precios, incluidos salarios, lo que podría crear alguna situación más compleja hacia adelante.

Afortunadamente se partió de una proyección de inflación que deja algunos puntos libres para enfrentar estos riesgos y si lo que se ve hasta ahora es que nos vamos a acercar hacia el 4% en los próximos meses, ajustándonos de nuevo hacia el centro del rango meta al final del período de dos años, lo que habría que hacer seguramente es mantener una visión muy cercana de lo que está ocurriendo en el plano de ciertos precios específicos, para poder detectar si hay algún grado de presión que se esté generando por ahí, que pudiese crear problemas a futuro. Mientras eso no ocurra, tal como lo señalaba Pablo García, no existe un riesgo de que se desanclen las expectativas y que se tenga realmente hacia delante un problema de inflación. Sin embargo, le parece que hay que monitorear muy cuidadosamente la situación de esos precios para ver cuál es su comportamiento en las semanas y meses próximos.

Manifiesta que comparte también la visión de que no hay razones, a estas alturas, para revisar las proyecciones de crecimiento. Cree que hasta ahora esas proyecciones se sostienen. Teme que algo de lo que se observa en materia de exportaciones sea efecto secundario de las revisiones que se hizo de cifras el año pasado. En algunas de esas cifras se bajó la base y, por tanto, lo que se puede estar observando en las cifras actuales de exportaciones es algún efecto ahora en la dirección opuesta de las revisiones hacia abajo que tuvieron la necesidad de hacer el año pasado, de modo que podría ocurrir que esto fuera en algún grado un efecto estadístico y que al final no tuviera un efecto tan grande sobre el gasto a lo largo del año, porque estos efectos de hecho a lo largo del año se irán finalmente compensando. De modo que comparte el diagnóstico que se ha presentado.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.



Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria del mes pasado, el Consejo decidió recortar la tasa de política monetaria en 25 puntos base a 2,75% anual. En esta decisión se consideró que, en el escenario central de proyección, la inflación se mantendría en la mitad inferior del rango meta en los próximos 24 meses, incluso por debajo de 2% en algunos meses específicos. Aunque se reconoció que los escenarios alternativos configuraban un balance de riesgo asimétrico —negativo para el crecimiento y positivo para la inflación—, el nivel alcanzado por la inflación subyacente, las holguras previstas, así como la probabilidad de ocurrencia que se le asignaba a dichos escenarios alternativos, eran coherentes con esta rebaja de tasas.
2. Las novedades más importantes acumuladas desde la última reunión son las siguientes:
 - El precio del petróleo y, particularmente, el de la gasolina, se han elevado por sobre lo previsto en el *Informe*. Aunque la perspectiva de corto plazo es que estos precios se mantendrán por encima de lo esperado, aún se prevé —en el escenario central— que en el curso de algunos trimestres los precios vuelvan a niveles coherentes con los previstos en el *Informe*. Una situación similar ocurre con el tipo de cambio, el que se encuentra en niveles por encima de los observados y esperados hace un mes. Ambos eventos implican que la inflación en el corto plazo (dos o tres de trimestres) será mayor que la esperada con anterioridad, pero que la perspectiva de inflación de mediano plazo continúa siendo similar a la prevista hace un mes.
 - Los eventos comentados también indican que los escenarios de riesgo considerados en el Informe de Política Monetaria, especialmente el derivado de la situación del petróleo, han tomado mayor relevancia. La evolución de las bolsas internacionales, por ejemplo, grafica las eventuales consecuencias de una guerra en Medio Oriente que no tenga una resolución rápida.
 - En la región se mantienen las mejores condiciones que habían alcanzado los mercados financieros durante el mes pasado. En Brasil hubo anuncios de política fiscal y decisiones de política monetaria que hacen más probable una estabilización exitosa. Con todo, el tipo de cambio y el riesgo soberano de ese país se han deteriorado en el margen. Claramente, esto en parte refleja la compleja situación financiera internacional.
 - Más allá de que la inflación subyacente de enero continuó sorprendiendo por lo reducida, el panorama de presiones inflacionarias distintas al petróleo y tipo de cambio —costos laborales, precios externos, brechas— es coherente con lo previsto.
 - Aunque el crecimiento de la actividad de diciembre fue mayor al anticipado (4,6% versus 3,6% esperado hace un mes), las sorpresas más relevantes se dieron en el sector de la minería. Como se ha comentado en otras oportunidades, esto no tiene consecuencias de primer orden sobre las perspectivas de inflación. Por ahora, los antecedentes de actividad son insuficientes para cambiar la perspectiva de mediano plazo (en el escenario central). Los datos sectoriales confirman que el consumo es el componente de la demanda interna que más está contribuyendo al mayor dinamismo percibido. La actualización de datos de comercio exterior intensifican el diagnóstico de que las exportaciones en 2002 tuvieron un desempeño peor que el previsto en el *Informe* de septiembre.
3. Con estos antecedentes, no es fácil justificar como opciones adecuadas un alza o un recorte adicional en la tasa de interés de política.



BANCO CENTRAL DE CHILE

4. Por un lado, no hay muchos argumentos para un alza en la tasa de interés. Hasta el momento no existen antecedentes que hagan cambiar el diagnóstico sobre las escasas implicancias que tiene la expansión que ha mostrado el dinero M1A, probablemente el argumento que se esgrime con mayor fuerza en la discusión pública a favor de reducir la expansividad de la política monetaria.
5. Se podría argumentar, quizás, que la trayectoria de actividad y gasto muestra una mejor perspectiva de recuperación, la que podría generar un nuevo impulso inflacionario. Al respecto, sin embargo, cabe mencionar que el escenario base ya contempla un mayor nivel de actividad, siendo, por lo tanto, coherente con el panorama de inflación de mediano plazo presentado en el *Informe*. Además, las mayores novedades del último mes, como se mencionó, corresponden al sector minería.
6. Adicionalmente, se puede argüir que en un escenario en que el tipo de cambio continúa escalando y/o el precio del petróleo se mantiene elevado, se requiera de una acción de política preventiva. Ello, sin embargo, depende del grado de transitoriedad de estos fenómenos y su potencial efecto contractivo en la actividad mundial y doméstica, y, en consecuencia, sobre la trayectoria de las holguras en Chile. Con todo, en la medida que no se ponga en riesgo el ancla nominal (por ejemplo: con efectos de segunda vuelta sobre los distintos precios) no es obvio que estos escenarios alternativos requieran de una política necesariamente más contractiva. En este sentido, es destacable que la totalidad de las medidas de expectativas de inflación se encuentran bien alineadas con el rango meta.
7. Por otro lado, tampoco existen argumentos abundantes para justificar un recorte adicional de la tasa de interés. Posiblemente, el argumento más relevante corresponde a las débiles presiones inflacionarias subyacentes que se aprecian en la actualidad. En esta ocasión, sin embargo, se considera que hay buenas razones para otorgar a los escenarios de riesgo mayor importancia en el análisis.
8. De partida, el escenario central en el margen ha variado y considera en el corto plazo algo más de inflación. Esto, de por sí, limita el espacio disponible para hacer frente a los escenarios de riesgo y hace recomendable un mayor grado de cautela. Más importante aún, los escenarios de riesgo que se analizaron en la reunión pasada, en particular el escenario alternativo de precios del petróleo, ha cobrado mayor preponderancia. En comparación con la reunión de enero, hoy es más probable que el precio del petróleo y el tipo de cambio estén persistentemente por encima del escenario central. Si bien esto constituiría un shock de costos por una sola vez, pondría a prueba la credibilidad del ancla y, eventualmente, requeriría de una política menos expansiva.
9. A la luz de estos argumentos se sugiere considerar la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual como la opción más adecuada.
10. Respecto de aspectos estratégicos, cabe destacar que no se esperan cambios en la tasa de política monetaria para esta reunión. Tampoco existe información especialmente relevante que no esté en poder del público. Probablemente el único dato importante es la actualización de las cifras de comercio exterior, información que, en todo caso, valida la trayectoria de exportaciones menos dinámicas en 2002 ya adelantado en el *Informe* de enero.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que estando de acuerdo con los comentarios generales, le parece percibir un cierto comienzo de un sesgo de cautela o



contractivo. Dice no estar de acuerdo con eso, y aunque puede ser un poco heterodoxo en su análisis, no es sorprendente dado que para el Gobierno siempre el tema del crecimiento es muy importante.

Seguidamente analiza el siguiente ejercicio: si no se tuviera la incertidumbre de una guerra, en que el precio del petróleo se ubicara en US\$ 25 y el tipo de cambio en \$ 700, en ese escenario le parece que dada la argumentación presentada, la economía no estaría con un riesgo -eliminados los shocks de costo- de sobreexpandirse y amenazar la inflación hacia el mediano plazo. Recuerda que según el IPOM, la economía recién podría empezar a subir por sobre su potencial el año 2004 y un escenario en que no se tuviera la incertidumbre de guerra podría ser un escenario en que el estímulo monetario actual fuese considerado apropiado e incluso insuficiente, por cuanto, insiste, sería más difícil argumentar que el riesgo estaría por arriba del 3% de inflación que por debajo del 3%.

Estamos de acuerdo, dice, con ese escenario base que no es el que existe hoy día, pero está mostrando qué sería de la economía chilena sin incertidumbre de guerra. Alguien podría decir que éste es un escenario de guerra y que con esos parámetros de tipo de cambio y de precio del petróleo la economía mundial crecería en un 3% y la economía nacional lo haría en un 5%. Cree que esos no han sido los escenarios que se han manejado, sino más bien escenarios que muestran una leve aceleración del crecimiento, situándose por arriba del crecimiento del producto potencial sólo hacia el año 2004. Si sobre este escenario se instala la guerra, algún banquero central va a decir que la guerra va a producir un shock de costo por el lado del petróleo y un shock de costo por el lado del tipo de cambio, y si bien la guerra en algún momento tendrá que terminar, en el período intermedio se encuentran desancladas las expectativas y por lo tanto, el shock inflacionario por una vez se puede transformar en elemento más permanente.

Señala que le preocupa a él y al Gobierno el efectivo contractivo que el shock de la guerra, ya sea por esta espera nerviosa o porque la misma se materialice, tendrá indudablemente sobre el producto: es obvio que la economía mundial crece menos. Es obvio que esto le hace mal a los términos de intercambio y por tanto, el riesgo de que la economía se comience a expandir por una senda inferior a la que se pensaba en este escenario cuando la incertidumbre de la guerra era menor, es alta. Agrega que así como el Consejo tiene miedo a la histéresis o propagación de los shocks de la inflación, el Ministerio tiene mucho miedo a la histéresis o propagación de los shocks negativos.

Hace presente que la experiencia del año 1998 muestra claramente que los shocks transitorios sobre la demanda y sobre el producto tienden a tener un nivel de resistencia muy grande, sobre todo cuando los agentes económicos han estado afectados por un sinnúmero de señales de partidas falsas en la economía mundial y una nueva partida falsa podría nuevamente tener un shock de expectativas que mantuviera el crecimiento del producto muy modesto. Por tanto, manifiesta que para él no es obvio que los riesgos de desanclaje de la inflación sean mayor que los riesgos de histéresis, y por tanto no cree, en base a la evidencia empírica anterior, que a menos que se estuviera realmente en una situación de un shock muy significativo y que se esperara bastante duradero, el shock por sí mismo debiera llevar hacia una actitud más cautelosa o un sesgo más contractivo desde el punto de vista del impulso monetario.

El Consejero señor De Gregorio señala que el análisis de la División Estudios le pareció bastante completo al que no hay mucho que agregar. Dice estar de acuerdo en que hoy día no existen antecedentes que hagan cambiar, de manera significativa, nuestro escenario central. Sin embargo, es importante señalar que es necesario en estos momentos estar alertas a identificar posibles cambios en las perspectivas inflacionarias de mediano plazo que puedan requerir una medida preventiva de política monetaria. También cree que se



BANCO CENTRAL DE CHILE

debe ser muy cuidadoso y no sobreaccionar a los shocks transitorios sin contemplar todas las implicancias que éstos tengan sobre la evolución de la economía en el mediano plazo.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta que comparte también el diagnóstico muy completo de la División Estudios y está de acuerdo en mantener la actual tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle vota por mantener la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall dice compartir la percepción del posible sesgo que planteó el señor Ministro de Hacienda. Cree que hay que tener cuidado con la argumentación demasiado temprana de que en el aspecto de riesgo inflacionario se esté sobreponderando. Si se analiza estrictamente, cree que no está en el análisis de la División Estudios, pero piensa que existe ese riesgo de sobreponderar un riesgo inflacionario. Está de acuerdo con no hacer nada con la tasa de política monetaria en la reunión de hoy y considera que en el contexto de incertidumbre es más rentable esperar. Por esto, no está por hacer movimientos en la política monetaria, pero tendría cuidado sobretodo en la parte pública sobre la argumentación de la orientación de la política monetaria y sobredimensionar el riesgo. Hace un mes se dijo que era muy bajo y cree que no hay un cambio importante al respecto.

El Presidente señor Massad señala que la rapidez con que las proyecciones de inflación se mueven, desde un lado de la banda al otro, al menos en el corto plazo, es muy impresionante. Eso apunta a no dejarse impresionar por sintomatología de muy corto plazo y a mirar un poco más adelante, pero hay que estar conscientes que en el último tiempo, en los últimos dos o tres meses, se ha pasado por un momento en que incluso algo se dijo públicamente de que en febrero o marzo se podría estar bajo el 2% a un momento en que se está diciendo que en febrero o marzo vamos a estar topando el 4%. Eso, dice, es un ejercicio importante de humildad reconocer esto en las propias proyecciones, pero también es un ejercicio importante reconocer la forma en que los riesgos varían, porque lo que ha ocurrido en esta proyección es que los riesgos que se están viendo han variado en el corto plazo, con ajustes en el largo plazo, pero son variaciones muy fuertes. Por lo tanto, cree que desde el punto de vista de política económica, lo que cabe correctamente es no dejarse impresionar por variaciones de muy corto plazo, pero también cabe estar alerta a la probabilidad de que lo que aparece como variaciones de corto plazo pudieran convertirse en variaciones de más plazo y llevar a modificar la visión respecto de la política monetaria.

Con ello, cree que no hay en este momento ningún argumento que incline al Consejo a dar una señal muy fuerte o débil al mercado de que la tasa tiene que moverse hacia arriba o hacia abajo. Señala que en este momento un movimiento sería más una señal que una acción de política, es decir, es una acción de política en la forma de una señal más que de un efecto verdadero y real que pudiera hacer algo en materia de precios para los próximos meses, porque realmente aquí lo que se está observando es a doce y veinticuatro meses plazo, por lo tanto, no ve que quepa dar ningún tipo de señales al mercado sino la mantención de la situación que hoy día existe y hay unanimidad para mantener la tasa.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

44-01-0301218 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda.



BANCO CENTRAL DE CHILE

IV. Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

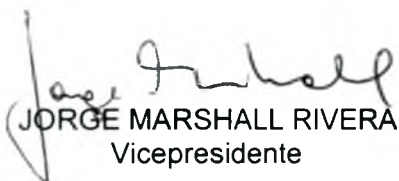
En las últimas semanas, el precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional, así como el tipo de cambio han mostrado una evolución algo por encima de lo anticipado. Con la información disponible, se estima que ello es un fenómeno esencialmente transitorio, en la medida que las incertidumbres geopolíticas no sean persistentes. Más allá de las implicancias de corto plazo de estos desarrollos sobre la inflación, las presiones subyacentes sobre los precios se mantienen acotadas y las perspectivas inflacionarias en el horizonte de proyección no han sufrido modificaciones.

En el ámbito de la actividad doméstica, la información más reciente confirma las señales de un mejor desempeño del consumo privado y es coherente con el escenario de gradual aumento del crecimiento considerado en el último Informe de Política Monetaria.

El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

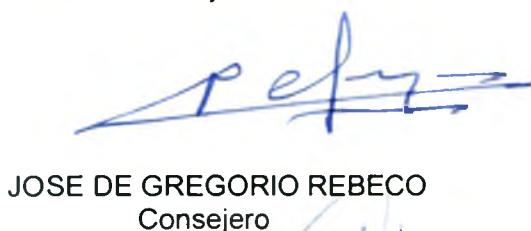
Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.

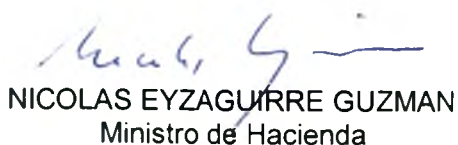

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

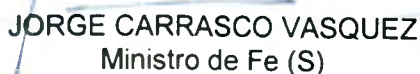

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)