

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 64
Celebrada el 10 de junio de 2004

En Santiago de Chile, a 10 de junio de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
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;
Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2004, para el día 9 de ese mes.

II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:

En términos globales, la marcha de la economía ha estado en línea con lo esperado en el *Informe* de mayo, aunque las últimas noticias son mixtas. La actividad industrial de abril fue algo superior a la prevista lo que lleva, junto con otros antecedentes, a revisar algo al alza el crecimiento esperado para el segundo trimestre. A la vez, la creación de empleos continuó mostrando debilidad. La inflación efectiva de mayo fue algo menor que la esperada, debido principalmente a un menor incremento de la parte subyacente. Los mercados financieros locales han seguido mostrando condiciones expansivas con aumentos en el crédito, aunque con

externas. El escenario externo, aunque con oscilaciones, no es distinto del considerado en la última reunión.

El escenario de crecimiento mundial no presenta mayores novedades, con correcciones marginales respecto del *Informe* de mayo. En Estados Unidos de América, las perspectivas siguen indicando un mejoramiento, aunque el tono positivo de los indicadores de coyuntura ha tendido a estabilizarse. Asimismo, las tasas de interés de largo plazo han descendido respecto de mediados de mayo, en parte por la incertidumbre que impone el alto precio del petróleo sobre la recuperación mundial. El precio del cobre ha oscilado entre US\$ 1,2 y 1,3 durante las últimas semanas, a la vez que el precio del petróleo ha reaccionado de modo importante a los atentados terroristas en Medio Oriente, llegando a máximos históricos en los primeros días de junio. Por último, las condiciones financieras de las economías emergentes no han variado significativamente.

En Chile, los mercados financieros siguen indicando la expansividad de las condiciones monetarias. La tasa de interés del Pagaré Reajutable del Banco Central, luego de una incipiente tendencia al alza, ha caído a nuevos registros mínimos (2,1%). Las tasas de interés de mercado se mueven en direcciones opuestas, con menores tasas de interés en los créditos a empresas y mayores en los créditos a personas, dando señales de un proceso de sustitución en el destino de los préstamos. Con todo, el crédito a personas sigue creciendo a tasas anuales de dos dígitos. Por su parte, el tipo de cambio ha oscilado entre \$ 630 y \$ 645 en el último mes, en línea con las tendencias externas.

El crecimiento esperado para el PIB en el segundo trimestre se corrige al alza respecto del mes anterior, con lo que sería similar al del primer trimestre. La demanda interna también se corrige al alza, destacándose el mayor aumento esperado para la inversión, debido a las mayores importaciones de bienes de capital de abril y mayo.

El mercado laboral continuó evidenciando un bajo dinamismo en la creación de empleos. Se estima en todo caso, que los niveles actuales de ocupación son coherentes con el nivel de actividad y de costos laborales reales actuales, luego de que el crecimiento de la ocupación durante el 2002 y parte de 2003 revirtiera un aparente desalineamiento del empleo. Las implicancias de la evolución reciente del mercado laboral no son del todo evidentes. Por el lado del consumo, su vínculo principal está dado por el efecto que tenga sobre la confianza de los consumidores. Por ahora, la información muestra que aunque a nivel nacional se ha producido un deterioro de la confianza respecto de la situación futura del mercado laboral, en la Región Metropolitana se observa que el desempleo ha dejado de ser una fuente relevante de preocupación de los hogares, como lo fue hasta fines de 2002. Por el lado de los costos laborales, esta trayectoria de la ocupación permite esperar que se afirme el escenario de crecimiento reducido de las remuneraciones nominales. Es importante destacar que, aunque la tasa de desempleo aumentó significativamente, ello no se debió a una disminución neta de puestos de trabajo, sino más bien a una mayor participación de jóvenes y mujeres en la fuerza laboral.

Por el lado de la política fiscal, la corrección al alza del precio del cobre para este año respecto del considerado en la Ley de Presupuestos causará aumentos importantes en los ingresos del Gobierno, que bajo el cumplimiento de la regla de superávit estructural, provocarían un balance convencional de aproximadamente 1,6% del PIB.

Con relación a la inflación, el aumento del IPC de mayo estuvo marginalmente por debajo de lo esperado, principalmente por un menor impulso de los componentes subyacentes. Con todo, pese a que la inflación anual permanece en cifras por debajo de 1%, el ritmo de incremento de

obstante, depende críticamente de la evolución de otras variables, especialmente del precio del petróleo y sus derivados, por lo que a la luz de los hechos recientes no pueden descartarse escenarios de mayor inflación IPC.

Por el lado de las expectativas privadas de inflación, desde la anterior reunión se ha producido un aumento en la mayoría de las medidas. En particular, la compensación inflacionaria que se deduce del diferencial de operaciones nominales y reajustables a dos años aumentó desde alrededor de 2% hasta niveles próximos el centro del rango meta.

Las expectativas para la evolución de la tasa de política monetaria en el corto plazo a partir de la *forward*, no han sufrido cambios significativos, esperándose un incremento de 75 puntos base en los próximos seis meses y de otros 75 puntos base en los seis meses siguientes. Respecto de la trayectoria de mediano plazo de la tasa de política monetaria, la encuesta de expectativas entrega un incremento total de 225 puntos base hasta fines del horizonte de proyección y la curva *forward* uno de 275 (hasta 4% y 4,5%, respectivamente), lo que equivale a un incremento promedio de entre 25 y 50 puntos base por trimestre. A horizontes más largos, la curva *forward* indica una tasa de política monetaria de 5,3% para fines de 2006. Como antecedente, se estima que la tasa de política monetaria neutral se encuentra entre 6% y 7%.

Desde la reunión pasada, ni el escenario base considerado ni los riesgos asociados a él han presentado cambios de importancia. Respecto del crecimiento mundial, durante las últimas semanas las proyecciones globales aumentaron marginalmente: 0,2 punto porcentual en el bienio 2004-2005, tanto ponderado por socios comerciales como a paridad del poder de compra. Ello se asocia, principalmente, a resultados más positivos que los esperados en el primer trimestre de este año en Japón y la zona euro. Así, basadas en las proyecciones más recientes de una muestra de bancos de inversión, las proyecciones de crecimiento mundial a paridad del poder de compra se ubican en 5,1% para el 2004 y en 4,4% para el 2005. En tanto, el crecimiento ponderado por los principales socios comerciales se estima en 4,4% el 2004 y 3,7% el 2005.

En Estados Unidos de América, las perspectivas de crecimiento se presentan estables. Los indicadores de coyuntura, si bien continúan apoyando un escenario dinámico para los próximos trimestres, han tendido a estabilizarse (actividad manufacturera, encuestas de confianza de consumidores y de empresas). En la zona euro, las señales son mixtas y reflejan la fragilidad de una recuperación aún muy dependiente de la demanda externa en la generalidad de las economías. El PIB del primer trimestre fue superior al esperado, pero con una demanda interna débil, particularmente en Alemania e Italia, a lo que se agrega el descenso de la confianza empresarial y de los consumidores en mayo. En Japón, en tanto, el sector externo sigue liderando el crecimiento. Se suman señales de traspaso de la recuperación a demanda interna, en el PIB del primer trimestre y en indicadores de ventas minoristas, lo que contribuye a afianzar las perspectivas de las empresas.

Desde la reunión pasada, el precio del cobre ha continuado oscilando en un rango de US\$ 1,17 a US\$ 1,30 la libra, moviéndose hacia el techo de este rango en la última semana de mayo. Así, durante el último mes promedió US\$ 1,24 y en lo que va del año, US\$ 1,26. Este comportamiento se debe a la consolidación de un panorama de fuerte crecimiento mundial, liderado por los tres principales consumidores de cobre —China, Estados Unidos de América y Japón— que se ha traducido en una sostenida caída en los inventarios. Hacia el 2005 se mantiene la expectativa de una trayectoria declinante para este precio, asociada al desarrollo de nuevas inversiones y a la reapertura de yacimientos. Con todo, en la medida en que los precios actuales se mantengan, no se descarta una revisión al alza del nivel proyectado para este año respecto de lo señalado en el *Informe* de mayo.

4

Durante mayo, el precio del petróleo se mantuvo en torno a US\$ 38 el barril, llegando en algunos días a bordear los US\$ 40. Ello se asoció, principalmente, con la fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), niveles de inventarios históricamente bajos y espacios limitados para incrementar la oferta de crudo. Además, se mantiene una prima por riesgo asociada a la incertidumbre geopolítica y a las consecuencias de eventuales atentados terroristas. No obstante, en el margen el precio registró una baja luego del incremento de cuotas por parte de la OPEP y datos de producción de mayo que sugieren que el cartel ha estado aumentando la producción, incluso por sobre la nueva cuota establecida. Con todo, se mantienen las proyecciones de mayo para el precio del crudo, con un sesgo al alza de acuerdo con los riesgos geopolíticos mencionados.

Los mercados financieros desarrollados no muestran cambios significativos respecto del *Informe* de mayo, no obstante mantienen una alta variabilidad. La evolución del rendimiento de bonos de largo plazo en Estados Unidos de América ha respondido a los indicadores de actividad, empleo e inflación dados a conocer. Por un lado, los signos de sostenibilidad en el crecimiento, así como señales de inflación, han presionado al alza esta variable. Se han contrapuesto los efectos que podría tener el elevado precio del petróleo sobre la actividad y la inflación, y la incertidumbre que genera la situación geopolítica internacional. Así, el rendimiento de los bonos de mayor plazo en Estados Unidos de América se mantiene en torno a 4,7%, en tanto en la zona euro se ubica cerca de 4,4%. El dólar se ha depreciado levemente en las últimas semanas ($\pm 1,5\%$), en coherencia con el movimiento de las tasas de interés. No obstante, no se esperan movimientos significativos en las paridades en el mediano plazo.

Respecto de las tasas de política, los mercados apuestan cada vez con más fuerza a que la Reserva Federal iniciará el ciclo de alza de tasas de interés a fines de junio. Esto se refleja en el movimiento de la curva de contratos futuros y en el leve incremento de las tasas de interés de corto plazo. En Europa, se continúa esperando que el ciclo de alza de tasas de interés se inicie a comienzos de 2005. Esto, apoyado en el pobre desempeño de la demanda interna de esta región en el primer trimestre de 2004. Por su parte, las condiciones financieras de las economías emergentes se mantienen relativamente estables respecto de la reunión anterior.

En mayo, las condiciones monetarias continuaron siendo expansivas. Las tasas de interés de los instrumentos reajustables de mediano plazo (Pagarés del Banco Central-5) registraron mínimos históricos ($\pm 2,1\%$), mientras las tasas de interés de los documentos de más largo plazo (Pagarés del Banco Central-10) se mantuvieron constantes desde la anterior reunión ($\pm 3,7\%$). Las tasas de interés de los bonos en pesos a dos años, en tanto, aumentaron cerca de 50 puntos base respecto de los valores vigentes en los primeros días de mayo, mientras las tasas de interés de los bonos a cinco años se redujeron en 20 puntos base. Este comportamiento ha estado determinado por las expectativas de mayor inflación, dada la evolución del precio de los combustibles.

Las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo por su parte, se ubican en torno a 40 puntos base por debajo de la tasa de política monetaria. Esta brecha se estima transitoria, pues corresponde a mayores requerimientos de Reserva Técnica de algunas instituciones, producto de la devolución del impuesto a la renta y el bajo costo alternativo del dinero. Esto se reafirma al considerar la trayectoria de la tasa de interés de captación *prime* del sistema bancario.

Las expectativas para la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican que el mercado espera un aumento de 25 puntos base en los próximos tres meses y de otros puntos para comienzos de 2005. Por su parte, la encuesta de expectativas de junio considera una trayectoria de alzas para la tasa de política monetaria algo más mesurada.

4

La generalidad de las expectativas de inflación, a plazos de más de un año, han aumentado hasta situarse prácticamente al centro del rango meta. Las expectativas obtenidas de la encuesta de las mesas han aumentado hasta 2,75% a dos años, mientras que la medición a través de la compensación inflacionaria se sitúa en alrededor de 2,6% a para dos años plazo (un aumento de más de 60 puntos base respecto de la reunión de mayo). En contraposición, la compensación inflacionaria a cinco años cayó a cifras de 2,2% en los primeros días de junio (un descenso de 30 puntos base respecto de la reunión de mayo).

Durante mayo, los agregados monetarios más líquidos han aumentado más que lo esperado, situándose la tasa de crecimiento anual del M1A en 17% desde el 13% del mes pasado. Parte de este aumento se explica por el efecto sobre la liquidez de la devolución de impuestos, del orden de \$ 300 mil millones. Los agregados más amplios, en línea con lo anticipado, muestran un regreso de las tasas de variación anual a cifras positivas, del orden de 5 y 1% para el M2 y el M7, respectivamente. En cuanto a la composición del portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones, pese a mantener su preferencia por inversiones en el extranjero, han recuperado parte de sus activos en depósitos a plazo y letras de crédito.

La deuda bancaria continúa con un importante dinamismo, anotando tasas de crecimiento real en doce meses del orden de 5% (la mayor desde comienzos de 2002). En abril, los créditos a personas siguieron creciendo a tasas anuales de dos dígitos: 17% consumo y 11% vivienda. Este mercado sigue caracterizado por bajos niveles de tasas de interés —aproximadamente 200 puntos base por debajo de los promedios de enero—, evidenciando la mayor competencia en este segmento. Las tasas de interés de las letras de crédito, en tanto, presentan una caída, al promediar 4,4% (*versus* 4,5% en abril) explicada en parte por una mayor demanda emanada de la escasez de emisiones de instrumentos de renta fija privados. En cuanto a la deuda de empresas, si bien la deuda bancaria ha aumentado en los últimos meses, su variación anual permanece en valores negativos. Las tasas de interés de las operaciones a más de un año se ubican en valores muy similares a los de enero, luego de registrar alzas del orden de 250 puntos base durante el primer trimestre del año.

El mercado de bonos corporativos ha mantenido su bajo dinamismo. En el corto plazo existen anuncios de colocaciones por UF 4,8 millones, las que están más relacionadas con el financiamiento de proyectos de inversión que con la reestructuración de pasivos, a diferencia de las registradas durante el 2002 y el 2003. Respecto de los *spreads*, los bonos con clasificación AA y AAA a mayo no presentan cambios respecto del mes anterior. La información del primer trimestre de 2004 indica que la carga financiera de las empresas se ha continuado reduciendo.

En mayo, destacó la reutilización del mercado bursátil como alternativa de financiamiento para las empresas, con una colocación del orden de US\$ 300 millones. Además de ello, las noticias negativas relacionadas con el sector de electricidad y telecomunicaciones hicieron que la bolsa finalizara con una variación nula en pesos (-2,7% en dólares). Los montos diarios transados en promedio alcanzaron a \$ 38.000 millones, cifra 70% superior al promedio de 2003. Los mercados bursátiles internacionales, por su parte, presentaron una alta volatilidad, debido a la incertidumbre en Medio Oriente y la volatilidad del precio del petróleo.

Desde la reunión anterior, la cotización del dólar ha oscilado entre \$ 630 y \$ 645 por dólar, acumulando en los primeros días de junio una depreciación del orden de 1-1,5% respecto del promedio de mayo.

La volatilidad del precio del petróleo y las expectativas de alzas de las tasas de interés externas fueron determinantes en los movimientos del tipo de cambio. Así, mayo cerró con una depreciación mensual de 4,5%. Medida a través del tipo de cambio multilateral, la depreciación

Los diferenciales de tasas de interés de corto plazo tienen implícita una relativa estabilidad del tipo de cambio. La encuesta de junio indica que el valor de la paridad peso dólar se ubicaría entre \$ 620 y \$ 630 por dólar durante el siguiente año.

Las medidas del tipo de cambio real y del tipo de cambio real-5 alcanzaron en mayo a 101,4 y 93,2, respectivamente. Estas cifras representan depreciaciones del orden de 3% comparadas con las de abril, y de 5% respecto de diciembre pasado. La evolución del tipo de cambio es en parte reflejo de los movimientos del diferencial entre las tasas de interés real interna y externa, el que aumentó más de 30 puntos base desde la reunión anterior.

En abril, la producción industrial creció 4,9% (0,7pp por sobre lo proyectado), gracias al mayor dinamismo de algunos sectores exportadores. Destacó, en el crecimiento del rubro celulosa y papel, la producción en sectores generadores de insumos para las exportación, como es el caso de la línea de papel para embalajes.

Para el segundo trimestre de 2004, se proyecta que el crecimiento de la actividad sería mayor que lo estimado en la reunión anterior. Esto se daría en un contexto de mayor dinamismo de los sectores pesca, electricidad, gas y agua y comercio, los cuales compensan con creces la menor actividad estimada para la minería. En particular, electricidad, gas y agua tendrá un mayor dinamismo, debido a un cambio en la composición de la producción, hacia energía hidroeléctrica.

Los indicadores parciales de consumo continúan registrando cifras positivas, pese a mostrar algunos signos de desaceleración en el margen. Las ventas de bienes durables del comercio minorista (Cámara Nacional de Comercio) de abril y las importaciones de bienes durables de mayo, excluidos los autos, registraron una leve caída respecto del mes anterior, aunque continúan en niveles elevados. Las ventas de automóviles, en tanto, han continuado creciendo sólidamente.

Las expectativas de los consumidores continuaron descendiendo en mayo, de acuerdo con *Adimark*. Destacó un deterioro, por tercer mes consecutivo, de la evaluación del empleo dentro de los próximos doce meses, aunque el número de respuestas positivas aún se mantiene en 50%.

Se espera que las existencias continúen aumentando en el segundo trimestre de este año, aunque antecedentes más recientes revelan una menor acumulación en el margen. La razón de producción a ventas industriales del INE disminuyó en abril, mientras que los indicadores de existencias del IMCE de mayo reflejan que algunos sectores han ajustado sus existencias en lo más reciente, contando actualmente con niveles cercanos a lo adecuado.

Los indicadores parciales de inversión continúan registrando cifras positivas, en especial en el componente de maquinaria y equipos. Las importaciones de bienes de capital del segundo trimestre se ubicaron marginalmente por sobre lo anticipado, impulsando un aumento de la formación bruta de capital fijo en el período. Por su parte, las expectativas de inversión de las empresas medidas por el IMCE, anticipan un aumento para los próximos meses.

En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas (Cámara Chilena de la Construcción) de abril mostraron una pequeña disminución respecto del mes anterior. El stock, en cambio, volvió a los niveles que presentaba a mediados del año pasado. Para el segundo cuarto del año, se espera que la inversión en construcción exhiba un crecimiento similar al del trimestre anterior.

4

En el primer trimestre del año, la ejecución consolidada mostró un saldo global acumulado de -0.2% del PIB, considerando tanto el saldo como el PIB acumulado en el último año, a partir de la información de la Dirección de Presupuesto que considera el balance del período respecto del PIB del año calendario, que en términos estructurales equivale a 0,24% del PIB. Los ingresos totales aumentaron 10,9% anual, destacándose el incremento anual de 977% de los ingresos de cobre brutos y de 5,9% de los tributarios (7,7% de renta y 6,7% de IVA). Los gastos totales en tanto, aumentaron 6,4% en doce meses, destacando el aumento del gasto en personal (9,4%) y las mayores transferencias de capital (30,6%). La corrección al alza del precio del cobre para este año, respecto del considerado en la Ley de Presupuestos (de US\$ 0,83 a US\$ 1,18) causará aumentos importantes en el ingreso del Gobierno, los que bajo la regla de superávit estructural, se destinarían mayoritariamente al ahorro, generando un balance convencional de aproximadamente 1,6% del PIB.

En mayo, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.756 y US\$ 1.928 millones, respectivamente. Esto implica tasas de crecimiento anual de 54% y 19% para las ventas y compras al exterior, ambos valores cerca de 10 puntos porcentuales por sobre los proyectados en la reunión anterior. Para junio se anticipan valores de US\$ 2.360 (44% anual) para las exportaciones, y de US\$ 1.800 millones (18% anual), para las importaciones.

Para el segundo trimestre de 2004 se espera un incremento del volumen total de exportaciones en torno a 10% anual, mientras los precios subirían 29%. En particular, destacan el aumento de los precios de los envíos mineros (65%) y el aumento del volumen de los industriales (8,6%). El volumen de las importaciones en tanto, aumentaría 7% anual, mientras sus precios crecerían 6%. Destaca el incremento del quantum de las internaciones de bienes tanto de consumo (24%) como intermedios (10%). Las importaciones de bienes de capital, considerando la alta base de comparación, caerían 3% anual, aun cuando el nivel sería similar al del trimestre anterior.

En el trimestre móvil finalizado en abril de 2004, la creación de empleos continuó suavizándose, como había comenzado a hacer a principios de año. Descontando efectos estacionales, se crearon cerca de 2.500 puestos de trabajo respecto del trimestre móvil finalizado en marzo, destacando el menor impulso fiscal en cuanto a los programas especiales de empleo.

La tasa de desempleo, eliminada la estacionalidad, aumentó por segundo mes consecutivo para situarse cerca de 9%. Contrastó la población primaria (hombres entre 25 y 54 años), cuya tasa de desocupación continuó en torno a 6,8%. El mayor desempleo se debió, de modo importante, a la mayor participación de jóvenes y mujeres en la fuerza de trabajo. La población primaria prácticamente no tuvo cambios en su tasa de participación.

Al analizar la ocupación desestacionalizada por rama de actividad económica, no se observa mayor heterogeneidad. La mayoría de los sectores mantuvieron su nivel de empleo estable en torno a los valores de marzo. No obstante, cabe destacar el incremento sostenido, desde fines de 2003, de la ocupación ligada a servicios comunales, sociales y personales, y la caída marginal de la ligada a servicios financieros y de transporte y telecomunicaciones (alrededor de 5 mil puestos de trabajo).

Por categorías ocupacionales, durante abril se observó un cambio en la dinámica exhibida desde principios de 2003. Descontando la estacionalidad, el empleo de trabajadores por cuenta propia —alrededor de 27% del empleo total— creó cerca de nueve mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil precedente. Por su parte, el empleo de asalariados —64% del empleo total— cayó en alrededor de 16 mil plazas. El resultado de vacantes de trabajo para mayo, en tanto, confirmó la senda descendente iniciada a fines de 2003, coherente con la

En todo caso, se estima que las cifras de ocupación son congruentes con el nivel de actividad y de costos laborales reales actuales, luego de que el crecimiento de la ocupación durante el 2002 y parte de 2003 revirtiera un aparente desalineamiento del empleo. Más allá, las implicancias de la evolución reciente del empleo no son del todo claras. Por el lado del consumo, las expectativas de los hogares han tendido a deteriorarse de la mano de una peor percepción de los agentes respecto de la evolución del desempleo a nivel nacional en los próximos doce meses (*Adimark*). En la Región Metropolitana, no obstante, la información de la Universidad de Chile muestra que el desempleo ha perdido importancia como fuente de preocupación futura. Por el lado de los costos laborales, esta trayectoria de la ocupación permite esperar que se afirme el escenario de crecimiento reducido de las remuneraciones nominales.

En mayo, el IPC tuvo una variación de 0,5%, cifra que fue de 0,1% para el IPCX y de 0% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 0,6%, mientras el del IPCX se situó en 0,1% y el del IPCX1, en 0,4%. El IPCX2 cayó 0,2% en el mes, con lo que su tasa de variación en doce meses descendió a 0,3%. Los indicadores de medias podadas continuaron indicando una estabilidad de sus tasas de crecimiento en doce meses. En cuanto al IPCX1, la generalidad de sus medidas no mostró cambios relevantes. La mediana de las variaciones mensuales se mantuvo respecto del mes anterior, a la vez que el incremento mensual desestacionalizado de este índice cayó levemente.

Respecto del número de ítems que mensualmente aumentan de precio, en mayo se apreció una disminución, teniendo como contrapartida un aumento de los que no sufren cambios. El promedio móvil trimestral del incremento mensual anualizado de la serie desestacionalizada del IPC, del IPCX y del IPCX1 siguió indicando un incremento en la inflación de estos índices.

En mayo, el aumento de mayor relevancia se produjo en el grupo de transporte (2,7%); alzas menores presentaron los grupos vivienda (0,7%), salud (0,3%) y otros (0,3%). Disminuyeron alimentación (-0,2%), equipamiento de la vivienda (-0,2%), vestuario (-0,1%) y educación y recreación (-0,1%). El IPC de mayo resultó inferior al esperado, concentrándose la mayor sorpresa en el rubro vivienda.

La información del primer trimestre de 2004 continuó indicando un mejoramiento de los márgenes operacionales del comercio, pese a que en el sector de supermercados se vio un nuevo deterioro.

Por el lado de los salarios, en abril la tasa de crecimiento anual de las remuneraciones nominales aumentó levemente. Así, el índice de remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra registraron variaciones anuales de 3,0% y 3,2%, respectivamente. Durante abril, la tasa de variación anual de los costos laborales unitarios volvió a descender, situación especialmente visible en el sector industrial.

En cuanto a las expectativas de inflación del sector privado, las que se deducen del diferencial de tasas nominales y reales a dos y a cinco años, aumentaron desde la anterior reunión. Por un lado, a dos años plazo se apreció un incremento desde niveles en torno a 2,0% al cierre de la reunión anterior, hacia cifras más cercanas a 2,9% en la actualidad. A cinco años plazo, en tanto, las expectativas han vuelto a cifras en torno a 2,0-2,5%. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 2,6% para un año plazo (2,5% el mes pasado). A dos años plazo, la inflación esperada retornó a 3,0%.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que

4

El señor Valdés señala lo siguiente:

OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. En esta decisión pesó especialmente el que las proyecciones de inflación preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de mayo mostraban un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% hacia fines del 2005, manteniéndose en torno a esa cifra a fines del horizonte habitual de política.
2. Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:
 - La inflación de mayo fue un poco menor que la proyectada, concentrándose las novedades en registros de inflación subyacente cerca de 2 décimas por debajo de lo esperado en la reunión anterior y una décima luego de conocerse información parcial durante el mes.
 - El precio del petróleo ha descendido cerca de US\$ 3 por barril, ubicándose en torno a US\$ 35 en los últimos tres días. Este descenso es coherente con el escenario central del *IPoM*. El tipo de cambio nominal aumentó 0,3% mientras el tipo de cambio multilateral subió 1,2%, con incrementos mayores hacia el final, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso. Con ello, el tipo de cambio real se ubica por encima de lo considerado en el escenario base de proyecciones.
 - Aunque se han consolidado expectativas de que este mes comenzará el proceso de normalización de la tasa de interés de política en Estados Unidos de América, la mayor volatilidad en los mercados emergentes identificada el mes pasado se ha atenuado levemente.
 - El precio del cobre ha fluctuando en el rango de US\$ 1,20 a US\$ 1,25 por libra, con disminuciones en lo más reciente.
 - Los datos de actividad de abril estuvieron cerca de medio punto por sobre lo esperado en la reunión anterior. Con ello se proyecta un aumento de la actividad para el segundo trimestre en torno a dos décimas más que hace un mes. Las cifras de comercio exterior también evidencian mayor dinamismo y el crecimiento del gasto interno en el segundo trimestre se ha revisado al alza, especialmente el componente de inversión. El empleo, sin embargo, ha seguido mostrando una tendencia plana, mientras los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios han continuado disminuyendo desde los niveles máximos de comienzos de año.
 - La mayoría de los indicadores de expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo ha seguido aumentando y todos, salvo la compensación inflacionaria a cinco años, se ubican cerca del centro del rango meta.
3. Con estos antecedentes, la opción que parece más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Al igual que el mes pasado, sin embargo, la opción de aumentar la tasa de interés merece mayor análisis.
4. No parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés. De

nivel actual por más tiempo es justamente una medida de estímulo. Una rebaja adicional probablemente requeriría bastantes más antecedentes, en particular información evidente de menores presiones, situación que claramente no es la actual.

5. Con respecto a la opción de aumentar la tasa de interés en esta reunión, cabe considerar los siguientes argumentos:

- En primer lugar, las novedades del mes no parecen ser suficientes como para modificar el cuadro de proyecciones y, por lo tanto, ajustar el impulso monetario por este concepto. Si bien el crecimiento de la actividad muestra un dinamismo algo mayor que el esperado —con probables consecuencias para la velocidad de la disminución de holguras—, ello se contrapone con signos de debilidad por el lado de la creación de empleos —con eventuales alcances para los costos laborales y el empuje del consumo. Asimismo, las sorpresas por el lado de la inflación subyacente son aún acotadas e insuficientes como para modificar el escenario de inflación. Con todo, de continuar estas sorpresas inflacionarias, y de darse el escenario central para el precio del petróleo y el tipo de cambio, es posible que la inflación se ubique a comienzos del próximo año algo por debajo de lo proyectado en el último *IPoM*. Lo contrario sucedería de darse un cierre de holguras más rápido que el esperado.
- En segundo lugar, y más allá de que el mes pasado se argumentó que no parece razonable enfatizar mayormente los efectos de los movimientos en el tipo de cambio y el precio del petróleo sobre la inflación en el mediano plazo —y por ende sobre las decisiones de política monetaria— cabe señalar que el precio del petróleo ha descendido en lo más reciente y se ubica en una trayectoria congruente con el escenario central del *IPoM*. Ello apoya la opción de mantener la tasa de política monetaria, porque aleja la eventual necesidad de realizar ajustes orientados a reafirmar la meta de inflación frente a un *shock* de costos. El tipo de cambio, por el contrario, se ha mantenido algo por encima de la trayectoria esperada en el *IPoM*.
- En tercer lugar, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican cerca del centro del rango meta. Con ello, no parecerían existir argumentos a favor de modificar la tasa por un desalineamiento de las expectativas respecto de las propias proyecciones del Banco Central, las que ya incluyen los efectos de las reducciones de tasas de interés de comienzos de año.
- Finalmente, cabe analizar si es adecuado iniciar el proceso de normalización de la política monetaria como forma de validar el impulso monetario implícito en las proyecciones y, de esta manera, las propias proyecciones. En la actualidad, las proyecciones incluyen como supuesto de trabajo que se mantiene la tasa de política constante por ocho trimestres, pero, al mismo tiempo, que dicha tasa tiene un ajuste mayor a fines del horizonte de proyección y que los precios financieros más importantes —tasas de interés de largo plazo y tipo de cambio— alcanzan valores hoy y durante el horizonte de proyección coherentes con una normalización paulatina de la política monetaria. Esto significa que las proyecciones implícitamente consideran un escenario de gradual reducción del impulso monetario en los próximos ocho trimestres. En otras palabras, el impulso implícito durante el horizonte de proyección es menor que el que existiría si los precios financieros efectivamente consideraran que la tasa de política monetaria se mantendrá constante en su nivel actual por todo ese lapso para luego ajustarse lentamente. Las tasas de interés de mercado, que implícitamente suponen un aumento de la tasa de política monetaria de poco menos de 300 puntos base en dos años, reflejan justamente esto. La diferencia entre la tasa de interés actual y distintas

En este marco, y reconociendo que es difícil determinar el momento adecuado para iniciar este ciclo de paulatina normalización de la política monetaria en ausencia de *shocks*, se estima que la decisión con respecto a este *timing* debería contrapesar al menos lo siguiente: (i) los beneficios de un cierre de holguras y el retorno de la inflación al centro del rango meta algo más rápido; (ii) los beneficios de esperar para acumular mayor información; (iii) los costos de esperar que, dada la expansividad de la política monetaria, implican acciones futuras de política más agresivas, y (iv) el riesgo de iniciar este proceso prematuramente, con eventuales costos por una posible futura reversión. Con todo, considerando la magnitud del ajuste y el tiempo esperado de convergencia al pleno empleo, no parece que esperar para iniciar este proceso conlleve acciones especialmente agresivas en el futuro, lo que apoya la opción de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Ello, a su vez, es congruente con expectativas generalizadas de mantención para esta reunión.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra a los asistentes para analizar las opciones presentadas.

El Consejero señor De Gregorio señala que desde la última reunión de política monetaria y la revisión detallada de proyecciones realizadas para el *IPoM* no ha habido novedades significativas en materia de actividad, confirmándose un escenario de mayor dinamismo para la economía, con algo más de crecimiento para el segundo trimestre del proyectado en el *IPoM*, sin cambiar aún la proyección para el año en su conjunto. Hace presente que por su parte las proyecciones de inflación han mostrado una reducción en lo que queda del año. La inflación medida por el IPC muestra una reducción de tres décimas de aquí a diciembre. La principal noticia fue una inflación subyacente menor a la esperada de dos décimas en su registro para mayo. Por otra parte, antecedentes muy preliminares mostrarían una evolución algo más favorable en el precio de los combustibles.

Agrega que es importante destacar que una reducción más rápida del precio de los combustibles con una posible apreciación más rápida del tipo de cambio implicaría presiones hacia una menor inflación en el futuro cercano. Con respecto al tipo de cambio, señala que se atrevería a decir que hoy día estaría algo por encima de su equilibrio de largo plazo, dado el mejor escenario externo y las fortalezas internas. Menciona que de hecho el nivel del tipo de cambio real hoy es similar al que gatilló las intervenciones cambiarias de mediados de 2001 y fines de 2002.

Por tal motivo, el Consejero señor De Gregorio indica que habría que plantearse el discutir seriamente una rebaja de tasas. Sin embargo, cree que hay razones de peso para descartar esta opción. En primer lugar, los antecedentes recientes no son suficientes para cambiar de manera relevante las proyecciones de inflación. En segundo lugar, si algo es esperable es que en el futuro el impulso monetario se irá reduciendo conforme avance en el tiempo el horizonte de proyección y aumente la proyección de inflación consistente con el mayor dinamismo de la economía. En consecuencia, el señor José De Gregorio manifiesta que no le parece una política adecuada reducir las tasas si lo más probable es que en un tiempo más la política monetaria se irá haciendo más restrictiva.

Agrega que una rebaja de la tasa de interés afectaría la credibilidad y consecuentemente la efectividad de la política monetaria. Señala que, en la actualidad, gozamos de un elevado nivel de credibilidad, tal como se refleja en las expectativas de inflación reportadas en la encuesta, así como la que se deriva de los diferenciales de tasas de interés y

42

Señala asimismo, que la discusión anterior le sirve para descartar un alza de la tasa de política monetaria y discrepa de la Gerencia de División Estudios en el sentido que al alza de tasas hay que darle más consideración, le parece tanto o más descartable que una rebaja de tasas. Indica, que en todo caso coincide con la Gerencia de División Estudios en el sentido de que las noticias recientes indicarían más bien la mantención por un tiempo más prolongado que el implícito en las reuniones anteriores para iniciar un proceso de normalización del impulso monetario. Agrega que el esquema de metas de inflación no contempla la definición ex - ante de una trayectoria para la tasa de política monetaria, sino que su nivel o más bien sus cambios se van definiendo mes a mes de acuerdo a los escenarios inflacionarios más probables. Por lo tanto, no correspondería definir ahora cuándo se comenzará a endurecer la política monetaria. En tal sentido, el Consejero señor De Gregorio cree que los antecedentes recogidos para esta reunión permiten prever que la actual tasa de política monetaria permanecerá por un período más prolongado que el que se podría haber predicho en la reunión anterior.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para proceder a la votación.

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que tal como se señaló, la inflación subyacente ha continuado mostrando sorpresas a la baja. Se trata de innovaciones puntuales que no tienen por qué repetirse en el futuro, pero tampoco tienen por qué revertirse. Se trata, en consecuencia, de un fenómeno que ha descomprimido las presiones inflacionarias respecto de la reunión de política monetaria anterior, y también respecto del IPOM reciente. El precio del petróleo en tanto, ha mostrado una evolución reciente que es consistente con el escenario central del IPOM. Señala que el tipo de cambio se ha depreciado más de lo que se preveía. Aparentemente, se trata de un fenómeno de arbitraje de tasas esperadas, es decir, ante la percepción de una inminente alza de tasas en los Estados Unidos de América y un rezago en la normalización de la tasa de política monetaria de Chile, es esperable una depreciación circunstancial. Se trata sin embargo de un fenómeno de corto plazo. Una vez normalizadas las tasas internacionales y en Chile, como se espera en el horizonte de proyección de 24 meses, el tipo de cambio debiera converger al nivel real de equilibrio como se supone en el escenario central del IPOM. Es decir, la desincronización entre la variación de las tasas de interés interna y externa puede generar vaivenes de corto plazo en el tipo de cambio, con efectos de corto plazo en la inflación, pero el escenario central sigue teniendo validez. Quizás, el principal cambio es que los riesgos de inflación hoy día están más balanceados que lo que se previó en el IPOM.

Por las razones señaladas, el Consejero señor Manuel Marfán reafirmó su opinión en cuanto a que la tasa de política monetaria de 1,75% es la adecuada para la coyuntura actual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que, al igual que sus dos predecesores partirá recalcando que desde el cierre estadístico del IPOM a fines de mayo no ha habido desarrollos muy importantes. Hace presente que el hecho de que la inflación subyacente esté levemente por debajo de lo proyectado; que el precio del petróleo ha descendido, aunque esto es coherente con lo señalado en el escenario central del IPOM, si bien, la trayectoria futura del precio del petróleo en los mercados a futuro es algo menos favorable que la que considera el IPOM, de manera que eso significa que existe un riesgo en esa dirección; la evolución del precio del cobre y de la actividad, todas son coherentes con nuestro escenario central del IPOM. Señala que en el caso del gasto, la evolución algo más

precisamente el objetivo buscado. El corolario de todos estos desarrollos es que salvo por una sorpresa en el sector minero y un tipo de cambio algo más depreciado, no hay cambios en relación a lo previsto en el IPOM de mayo.

El Consejero señor Jorge Desormeaux se pregunta si la mejor opción es mantener la tasa de política monetaria. Agrega que no necesariamente, como plantea adecuadamente en las opciones la Gerencia de División Estudios, porque las propias proyecciones del IPOM suponen una gradual reducción del estímulo monetario la que no dista mayormente de la que estima el propio mercado. Por ejemplo, la curva forward hoy día proyecta un alza de 75 puntos base para los próximos seis meses y la encuesta de expectativas una de cincuenta puntos base. Sin embargo, está claro que los 50 o 75 puntos base que el mercado considera como la dosis apropiada de ajuste a repartir en los próximos seis meses, no necesitan partir en el día de hoy. La opción de esperar y acumular más antecedentes entre otros, en relación a variables como la actividad y el gasto, el precio del petróleo y el tipo de cambio, tienen mucho valor en momentos como el actual en que la inflación efectiva sigue sorprendiendo en lo más inmediato por debajo de nuestras proyecciones.

El riesgo de equivocarse es tener que actuar más agresivamente en el futuro, como señala la Gerencia de Estudios, exacerbando la volatilidad de las tasas de interés y de la inflación, pero este parece todavía un riesgo que vale la pena correr. Y por último, esto es también lo que espera mayoritariamente el mercado.

En virtud de lo anterior, el Consejero señor Desormeaux, indica que es partidario de mantener la tasa en su nivel actual.

La Consejera señora María Elena Ovalle manifiesta que de la presentación de la Gerencia de División Estudios se desprende que la marcha reciente de la economía ha estado en línea con el IPOM de mayo pasado, aunque hay algunas noticias contrapuestas. En Estados Unidos de América se revisó por segunda vez la cifra de crecimiento del primer trimestre alcanzando un 4,4%, Japón y la Zona Euro mostraron resultados más positivos que los anticipados y las condiciones financieras globales continúan mostrándose favorables, pese a indicadores mixtos en América Latina.

Agrega que, por su parte, la economía chilena continúa afianzando su senda expansiva, apoyada en un crecimiento del PIB en el primer trimestre de 4,8%, además de un índice mensual de la actividad de abril por sobre el esperado inicialmente. Pese a esta mayor actividad, la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en abril alcanzó al 8,7%. Sin embargo, es importante recordar que esta cifra se vio influenciada por la mayor participación de mujeres y jóvenes en la fuerza de trabajo, dado que seguramente perciben, que hoy en día es más factible encontrar una plaza de trabajo en donde desempeñarse. Manifiesta que, por lo tanto, es probable que el tiempo de ajuste del mercado laboral sea un poco mayor al deseado, siendo los niveles actuales de desocupación coherentes con el ritmo de actividad y costos laborales reales que muestra la economía chilena.

Asimismo, señala que en la reunión de política monetaria anterior, uno de los elementos en que se centró la discusión, fue la trayectoria del precio del petróleo. En ese momento se argumentó que no habían señales suficientes para descartar que su alza tenía un fuerte componente transitorio. La última información al respecto, valida lo anterior, por lo que los valores exhibidos a comienzos de este mes, no debiesen conformar por sí solos un factor que lleve a la inflación a registros fuera de lo esperable. Adicionalmente, tanto el tipo de cambio multilateral como el precio del cobre muestran niveles similares a los observados en la reunión pasada.

Agrega la Consejera señora María Elena Ovalle que lo anterior también se confirma, al observar el registro inflacionario de mayo con una variación del IPC de 0.5%, que, si bien es alta, es algo menor a lo previsto, pese al incremento en el transporte y en los combustibles. Las menores presiones inflacionarias subyacentes confirman el efecto acotado hasta ahora de estos shocks de costos por lo que no hay que sobredimensionar su impacto mirando el horizonte inflacionario que nos interesa.

Otra arista que considera de interés la Consejera señora María Elena Ovalle, son las expectativas de los agentes, en donde también se encuentran señales contrapuestas. Por una parte, las perspectivas de analistas privados refuerzan el rango de crecimiento estimado por el Banco Central de Chile, así como la convergencia al 3% de la inflación del IPC en 24 meses, pese a que las encuestas de confianza de los consumidores muestra una tercera caída consecutiva en el mes de mayo. Señala que esta dicotomía puede ser reflejo de la ya mencionada dinámica del mercado laboral, así como también de los altos niveles alcanzados por el precio del petróleo y sus derivados.

La Consejera señora María Elena Ovalle no deja de mencionar nuevamente, la expansividad de la actual política monetaria que se está aplicando y que lleva a analizar si es adecuado iniciar el proceso de normalización de dicha política implícita en nuestras proyecciones. Indica que es difícil determinar el momento adecuado para iniciar este ciclo, que desde luego no es en la reunión de hoy. Dado lo anterior, destaca lo acertado de la presentación de la Gerencia de División Estudios, al incluir en el análisis de las opciones, para esta reunión de política monetaria, una síntesis de los argumentos que incidirán en la trayectoria de la tasa de política monetaria, como son por ejemplo, el dinamismo del crecimiento de la actividad que a su vez se contrasta con los signos de debilidad en la creación de empleos, con sus alcances en los costos laborales y expansión del consumo; el efecto de los movimientos del tipo de cambio y el precio del petróleo sobre la inflación de mediano plazo, considerados en la actualidad como temporarios, pero donde no se sabe cuan transitorios lo seguirán siendo; las expectativas inflacionarias de mediano plazo, que están en su mayoría en el centro del rango meta, pero donde hay que observar cuidadosamente si éstas se comienzan a alejar de las consideradas en el escenario central.

Hace presente la Consejera señora María Elena Ovalle que su voto en esta ocasión es mantener la tasa, considerando que el escenario central se ha ido consolidando, y por ende no ve razones ni indicadores que hagan pensar en un panorama inflacionario ni de crecimiento distinto al que ha sustentado hasta ahora las decisiones anteriores de política. Por lo tanto, cree que la mantención de la tasa de política monetaria es nuevamente la alternativa más apropiada en esta oportunidad.

El Consejero señor José De Gregorio señala, que por las razones expuestas anteriormente su voto es por mantener la actual tasa de política monetaria.

El Presidente don Vittorio Corbo señala que de acuerdo a los antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios no hay cambios significativos desde el último IPOM y, por lo tanto, las perspectivas de inflación en un horizonte de 12 a 24 meses presentados en éste son aún válidas. Según esas perspectivas, la inflación se ubicaría en torno al 3% hacia fines de 2005. En el escenario considerado como más probable se espera que la convergencia de la tasa de inflación hacia el 3% sea gradual.

4

Hace presente que, sin embargo, este escenario central enfrenta ciertos riesgos: la evolución más probable de una serie de determinantes claves de la dinámica de la inflación – el precio del petróleo, el tipo de cambio, el precio de los bienes importados, los márgenes de comercialización y las expectativas de inflación– puede resultar distinta de lo considerado en las proyecciones. En particular, existe un riesgo que la dinámica de estos factores sea tal que la inflación supere el punto medio del rango meta hacia finales del horizonte de proyección (hay mayor riesgo que la inflación se acelere a que ésta se frene en los próximos trimestres). Estos riesgos hay que monitorearlos muy de cerca en los próximos meses.

Finalmente, indica que sin perjuicio de lo anterior, su recomendación es mantener la tasa en su nivel actual en espera de señales más claras sobre cómo evolucionarán las variables anteriores.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

64-01-040610 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 1,75% anual.

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

En su conjunto, los antecedentes acumulados desde la última reunión son coherentes con las proyecciones de actividad y precios del último *Informe de Política Monetaria*. Junto a una importante expansión de las cifras de comercio exterior, continúa el gradual aumento en las tasas de crecimiento del producto y del gasto. Como se anticipaba, la inflación mensual aumentó por la incidencia de movimientos en el precio de los combustibles y del tipo de cambio, efecto que se estima será principalmente pasajero. La inflación subyacente IPCX (que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles) se mantiene en niveles reducidos. A futuro se espera que la inflación anual del IPC continúe en una progresiva convergencia a 3% durante el horizonte habitual de 24 meses.

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.”

40



El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

4