

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 10
celebrada el 10 de octubre de 2000

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Pablo Piñera Echenique
Jorge Desormeaux Jiménez

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Guillermo Le Fort Varela (Gerente de División Internacional);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de Programación Macroeconómica);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de Análisis Internacional);
Pablo García Silva (Economista Senior Gerencia de Programación Macroeconómica);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asiste, además, la Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento.

2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2000.

3. GERENCIA : División de Estudios.

4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.

5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios sobre la base del informe mensual de política monetaria correspondiente al mes de octubre:

I. Evolución Reciente de la Inflación y Proyecciones de Corto Plazo

En septiembre último, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 0,6%, mientras que la inflación que excluye las variaciones de precios de los productos perecibles y combustibles (IPCX) fue de 0,4%, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 4,2% y 3,0%, respectivamente. Las mayores variaciones

se presentaron en aquellos servicios regulados asociados al dólar y a los combustibles, como transporte, electricidad y teléfonos. Adicionalmente, se presentaron reajustes en alimentos perecibles por efecto de la estacionalidad propia de esta época del año. La tendencia de la inflación aumentó ligeramente respecto de agosto, pero permanece controlada en 3,0% anual.

En los últimos meses, el incremento de la inflación se concentra en un mayor aumento de los precios de bienes no transables, mientras que los transables muestran reajustes asociados sólo a los combustibles.

La inflación de los bienes transables, como resultado de la evolución de los precios de combustibles, aumentó 0,6%, más de medio punto porcentual sobre lo observado el mes anterior, alcanzando una variación anual de 2,6% en septiembre. Al interior de los transables, la tendencia decreciente de los precios de bienes durables se confirma con la evolución de los precios del vestuario que, a diferencia de lo habitual, este año no presentaron aumentos con motivo del cambio de temporada. Aún no se observa una recuperación de los márgenes de comercialización, a pesar del aumento experimentado por los precios de las importaciones de consumo y de la depreciación del peso en relación con el dólar y otras monedas, observada entre marzo y septiembre. En conjunto, el IPC transable, que excluye a los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación anual de -1% durante septiembre.

Los precios mayoristas continuaron siendo afectados, tanto por el aumento en el precio del petróleo, como por la depreciación del tipo de cambio, sumado al aumento del precio del cobre. En septiembre el incremento del Índice de Precios al por Mayor (IPM) alcanzó a 12,1% en doce meses, cifra superior al 11% observado en agosto, pero inferior a las variaciones de 13,1% y 12,5% de junio y julio, respectivamente. Este incremento se explica por el aumento de precio de los productos mineros (asociados al petróleo y al tipo de cambio) y de los productos industriales nacionales.

La inflación de los bienes no transables continuó mostrando un incremento. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad y los servicios telefónicos, cuya inflación ha pasado de tasas negativas, del orden de -1% a fines de 1999, a incrementos por encima de 10% en septiembre último. Estos aumentos reflejan, en parte, los efectos secundarios sobre los precios regulados del choque petrolero y el aumento del tipo de cambio.

La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó un aumento en doce meses entre julio y agosto de 5,0% a 5,6%, mientras que el costo de la mano de obra pasó de 4,3% a 4,8%. Asimismo, los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento anual superior, pasando de 4,4% a 5,1%. Estas cifras son coherentes con el traspaso rezagado a los salarios de aumentos de precios pasados, por la indización de los contratos, y por las expectativas inflacionarias para el presente año. Es importante señalar que la recuperación de la productividad media del trabajo durante el año ha amortiguado el impacto sobre los costos del aumento salarial.

En septiembre, las paridades de referencia o precios de importación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEPP) se reajustaron en cifras del orden de 10% para la gasolina y 18% para el diesel. Los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEPP pero se ha reducido el tamaño del subsidio a los consumidores. La reducción del precio internacional del petróleo en los últimos días respecto de los niveles de septiembre permitirá reajustes menores en los precios internos de los combustibles. Sin embargo, la volatilidad de estos precios en el mercado internacional introduce incertidumbre a las proyecciones.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario Internacional

La principal novedad en el escenario internacional tiene relación con la moderación del precio del crudo en los mercados, luego del importante aumento hasta cerca de US\$35 por barril Brent observado a principios de septiembre. Aparentemente, la decisión del gobierno estadounidense de liberar parte de las reservas estratégicas de crudo descomprimió la presión especulativa en el mercado, producto de la aparente escasez de combustible para calefacción entrando al invierno boreal. La política de precios y de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), sin embargo, continúa siendo poco clara y tampoco existe certeza acerca de la voluntad real del cartel por aumentar la producción.

Por otra parte, continúa consolidándose la percepción de una moderación del crecimiento en las principales economías del mundo. El escenario central para la economía norteamericana sigue siendo el de una desaceleración, pero hacia tasas de crecimiento elevadas. En efecto, recientemente el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del segundo trimestre en los EE.UU. fue revisado al alza hasta 5,6%, lo que revela que, pese a la aparente desaceleración de la economía norteamericana, ésta sigue dinámica. La Reserva Federal (FED) mantuvo su tasa de interés rectora en 6,5% en la reunión de fines de septiembre, hecho que no sorprendió a los mercados dada la proximidad de las elecciones presidenciales. De todas formas, la FED está preparada para reaccionar frente a posibles presiones inflacionarias, lo que los mercados aparentemente interpretaron como el anuncio de un nuevo aumento de 25 puntos base (pb) hacia fines de este año. En efecto, luego de la reunión, el NASDAQ cayó más de 3%. Las tasas de interés de largo plazo, por su parte continúan en niveles cercanos a 5,9%, pero su evolución en el corto plazo estará determinada por la evidencia sobre la magnitud de la desaceleración.

En Europa, en tanto, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó recientemente su tasa de interés de política en 25pb, hasta 4,75%, luego de un aumento de 50pb a principios de junio. Si bien un aumento de esta magnitud era esperado en algún momento del segundo semestre, la oportunidad parece haber tomado por sorpresa a los mercados. El BCE ha argumentado que le preocupa un aumento desmedido en la inflación de la zona, producto tanto de la debilidad del Euro como del elevado precio del petróleo. Sin embargo, no es descartable que el BCE implícitamente esté intentando sostener el valor del Euro, lo que también se deduce de la reciente intervención concertada en los mercados cambiarios por parte de los principales bancos centrales.

En todo caso, existe una percepción generalizada en los mercados acerca de la conveniencia de una eventual depreciación del dólar. Esto aparece como un ingrediente fundamental dentro de la convergencia de la economía norteamericana a tasas más moderadas de crecimiento, y es consistente a su vez con una disminución de su déficit en cuenta corriente.

El continuado dinamismo de la actividad en los EE.UU., junto con la evolución de los mercados cambiarios, ha aumentado levemente la incertidumbre respecto de la real magnitud de la desaceleración de la economía norteamericana, así como acerca de la trayectoria de la inflación en las principales economías. Esto se puede explicar porque la disminución de los premios soberanos a economías emergentes observado hasta julio se detuvo. Para el caso de Chile, éste se ha estabilizado en los 200pb, nivel algo superior al esperado para fines de este año en las proyecciones. A su vez, el premio pagado a otras economías emergentes, como es el caso de México, ha disminuido en forma importante, y la participación de Chile en las carteras de inversión se ha reducido.

Los precios de los principales productos exportados continúan mostrando desarrollos positivos, en línea con la mejoría de las proyecciones para el 2000 y 2001 presentadas en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

2. Mercados Financieros

En Chile, la tasa de interés de política monetaria (TPM) se redujo a 5,0% en la reunión de política monetaria del 28 de agosto. Las tasas de interés de corto plazo se ajustaron al nuevo nivel de la TPM, como lo evidencia la del PRBC a 90 días que se mantuvo en torno a 5,0% durante septiembre. Las tasas de interés de más largo plazo, en cambio, si bien mostraron una reacción inicial a la baja, volvieron a los niveles observados con anterioridad a la disminución de 50pb en la TPM, incluso levemente por encima. Así, el promedio de los PRC a 8 años durante septiembre registró una tasa de interés promedio de 6,20%, que se compara con el 6,17% promedio en agosto. Hacia fines de septiembre ésta llegó a elevarse por sobre 6,25%. Con todo, el efecto de las tasas de interés sobre las condiciones monetarias ha sido marginalmente expansivo, con un menor nivel en las tasas de interés de corto plazo y estabilidad en las tasas de largo plazo, que influyen con mayor fuerza sobre la demanda agregada.

La evolución de las tasas de interés ha sido coherente con las expectativas privadas. Así, para los próximos seis meses se espera un aumento de sólo 25pb para la tasa de interés de política monetaria y una estabilización en torno a 6,0% hacia fines del 2001, mientras que para las tasas de interés de largo plazo se espera que se mantengan en torno a 6,3% hacia fines de este año y alcancen a 6,4% hacia fines del 2001. A su vez, el recargo respecto del PRC a 8 años de los instrumentos de renta fija de largo plazo emitidos por privados se ha mantenido en promedio estable entre enero y agosto, con una baja marginal en letras hipotecarias y un movimiento opuesto en los bonos de empresas, permaneciendo aún por sobre su promedio histórico. En síntesis, el costo del crédito interno se ha reducido sólo levemente, a pesar de la disminución en la TPM.

Durante septiembre el crecimiento mensual real desestacionalizado fue positivo para el circulante pero negativo para el dinero privado ampliado (M1A), lo que refuerza la percepción de una lenta recuperación en la demanda interna. Esto también se refleja en los agregados monetarios de mayor plazo (M2A y M7) y en la evolución del crédito financiero doméstico al sector privado, cuyo nivel desestacionalizado se mantiene estancado. Cabe destacar que el crecimiento mensual real desestacionalizado de las colocaciones a personas continúa en una tendencia negativa, tanto en su componente de créditos destinados a consumo como a vivienda. Las colocaciones a empresas, por su parte, muestran un leve repunte en las colocaciones comerciales y otras, mientras que el componente de créditos de comercio exterior anota, como es habitual, una alta variabilidad.

Entre julio y agosto, antes de la reunión de política monetaria del día 28 de agosto, el peso se transó en un rango entre \$533 y \$557 por dólar, con posterioridad a dicha reunión llegó a situarse cerca de los \$570 por dólar. No obstante, desde fines del mes de septiembre se ha observado una paulatina disminución en el tipo de cambio, alcanzando actualmente un valor cercano a los \$560 por dólar. Esto significa una depreciación del orden de 2,6% respecto del dólar y de entre 0,6% y 1,0% respecto de una canasta más amplia de monedas.

La trayectoria de depreciación implícita en los precios de los mercados futuros del dólar es similar a la observada durante los meses de julio y agosto antes de la reunión de política monetaria del día 28, con una depreciación esperada para el peso respecto del dólar de entre 2,5% y 3,0% para un horizonte de un año. En cambio, la trayectoria de depreciación implícita en los mercados futuros para un conjunto más reducido de monedas (TCM5) es actualmente del orden de 3,5% en un año, alrededor de 1% menor que lo observado en julio y agosto, producto de

perspectivas de una trayectoria de depreciación más suave para las monedas de la zona Euro y la libra esterlina respecto del dólar.

Con todo, las condiciones monetarias se han tornado levemente más expansivas tras la disminución reciente de las tasas de interés de corto plazo y la depreciación del tipo de cambio real.

3. Demanda y Oferta

Durante el tercer trimestre, la recuperación de la actividad continuó mostrando la trayectoria de expansión moderada que se observó durante la primera mitad de este año. Estimaciones preliminares indican que la actividad global se expandiría en términos anuales en torno a 6% durante el tercer trimestre del 2000, dinamismo explicado de manera importante por el sector de Transporte y Telecomunicaciones. No obstante esto, la velocidad de crecimiento trimestre a trimestre continúa siendo moderada.

En términos agregados, el gasto interno habría crecido anualmente 6,6% durante el tercer trimestre, lo que, al igual que el PIB, refleja los crecimientos ocurridos con anterioridad. Este menor dinamismo se aprecia en que la recuperación de la formación bruta de capital fijo progresa lentamente, principalmente el componente de maquinaria y equipos. Por ejemplo, las importaciones de bienes de capital se han mantenido constantes desde abril, alrededor de los US\$300 millones en términos desestacionalizados. En parte, esto se ha compensado por el modesto incremento de la construcción y de los permisos de edificación a lo largo de este año. Con todo, la formación bruta de capital presentaría una expansión anual algo superior a 5% durante el tercer trimestre.

De la misma forma, el consumo privado sigue viéndose afectado negativamente por la persistencia de tasas elevadas de desocupación y los altos niveles de endeudamiento de los hogares. De hecho, las ventas del comercio y de supermercados muestran caídas en las últimas cifras, al igual que las ventas de vehículos nuevos y las importaciones de bienes de consumo. Este último fenómeno se asocia también a un menor dinamismo en la acumulación de inventarios, producto probablemente de que a lo largo del primer semestre se acumularon inventarios previendo una recuperación más acelerada del consumo durante el año. Al no concretarse estas expectativas, las necesidades de inventarios del sector Comercio, son por tanto menores. Las compras de bienes durables, por su parte, presentan niveles aún inferiores a los observados en 1997 y 1998.

Es previsible que mientras la situación en el mercado laboral no mejore, no repuntará el consumo privado. Ello es coherente también con el mayor pesimismo de los últimos meses. La ocupación no sólo está estancada en la construcción desde principios de año, sino que adicionalmente el empleo en la industria y los servicios han mostrado un retroceso desde mayo a la fecha. Esto incide en que, en términos desestacionalizados, la tasa de desocupación haya aumentado casi un punto porcentual entre los trimestres móviles terminados en mayo y agosto, alcanzando durante este último período un 9,9% (10,6% con efectos estacionales).

A su vez, esta situación deprimida en el mercado laboral se ve resaltada por la caída reciente de la tasa de participación, enfatizando que la fuente de la desocupación no está asociada a un exceso de oferta de trabajo.

Como consecuencia, no se observan presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral. El repunte de las remuneraciones en las últimas observaciones obedece por tanto únicamente al efecto de cláusulas de indización automáticas, efecto que era previsible desde principios de año.

Las novedades en materia de política fiscal tienen relación con el envío de la Ley de Presupuestos para el año 2001. Si bien los supuestos tras la elaboración de esta Ley son algo más optimistas que el mercado en términos de crecimiento e inflación, esto no incide en un sesgo particular en la proyección de los agregados fiscales. Esta Ley tiene como uno de sus principales hitos un crecimiento del gasto con impacto macroeconómico de 8% en términos nominales, coherente con el logro de un superávit estructural de 1%. Por su parte, la recuperación esperada de la economía lleva a proyectar un déficit contable de 0,1%. Este nivel es similar a la nueva proyección para el año 2000, lo que

revela el efecto contrapuesto de mayores ingresos tributarios para el próximo año pero menores ingresos por privatizaciones.

Es a su vez destacable que el Presupuesto considera un incremento de la inversión de 8%, financiado con un mayor ahorro público. Esto se ve compensado en parte con un crecimiento algo menor del gasto corriente y de las transferencias.

El lento crecimiento de la demanda interna es coherente con el menor dinamismo exhibido por las importaciones, en particular las no petróleo. Éstas presentan una caída en términos desestacionalizados entre el segundo y tercer trimestre. Información preliminar a septiembre muestra un nivel inferior a los US\$1.300 millones. Con todo, las importaciones en términos reales se expandieron cerca de 6,5% a lo largo del tercer trimestre. Por otro lado, las exportaciones continúan con un dinamismo similar al observado en el último año y medio, lo que confirma los efectos de la consolidación del crecimiento mundial y de la persistencia del tipo de cambio real en niveles elevados. En términos globales, se espera que las exportaciones hayan crecido 6,9% anual durante el tercer trimestre.

Al igual que en el Informe de Política Monetaria de septiembre, las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento de la economía son consecuentes con un escenario de recuperación lenta de la demanda interna, lo cual trae consigo un tipo de cambio real más depreciado y tasas de interés que permanecen por mayor tiempo en niveles bajos. Por ahora, no se avizoran antecedentes que anticipen un cambio de escenario para el crecimiento económico. Evidencia en esa dirección fundamentalmente descansará en la evolución del mercado laboral y de las remuneraciones. En todo caso, el positivo desempeño de algunos sectores específicos, como Transporte y Telecomunicaciones, permite esperar que el crecimiento de la economía para este año pueda terminar algo por sobre la proyección de 5,6% contenida en el reciente Informe de Política Monetaria. Los principales factores de riesgo, en todo caso, se relacionan con la persistencia de una lenta recuperación de la demanda, y una continuada situación de holguras en el mercado laboral. Por el lado externo se sigue consolidando el aterrizaje gradual de la economía norteamericana, pero se han abierto algunas interrogantes respecto del posible efecto de un petróleo más caro sobre el crecimiento mundial.

4. Expectativas de Inflación

Las expectativas inflacionarias del sector privado, según la encuesta de expectativas de septiembre, se ubicaron en niveles superiores a los de agosto, 4,2% hacia fines de año. Cabe destacar que las expectativas hacia el 2001 pasaron de 3,5% en agosto a 3,8% en septiembre. Al mismo tiempo, el premio pagado por los documentos nominales versus reajustables a un año, aumentó de un promedio de 4,5% en septiembre a 4,7%, correspondiente a la primera observación de octubre.

5. Conclusiones para la Inflación Futura y Conclusiones

En resumen, los resultados recientes no alteran esencialmente el panorama macroeconómico que se presentó en el Informe de Política Monetaria de septiembre: a partir de una tasa de política monetaria de 5%, estable durante el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual, cercano a 6% anual en promedio en los próximos veinticuatro meses, sin generar presiones inflacionarias. Es difícil anticipar con precisión en cuánto terminará la inflación anual en diciembre, debido a las inciertas perspectivas para los precios de los productos perecibles y otros relevantes. En todo caso, el escenario central sigue considerando una trayectoria de convergencia hacia el centro del rango meta (3%) dentro del horizonte de política.

Los riesgos asociados a este escenario base son similares a los discutidos en el Informe

de Política Monetaria. En primer lugar, existe incertidumbre respecto de la evolución del gasto interno en el mediano plazo. En segundo lugar, el comportamiento reciente del petróleo en los mercados internacionales ha mostrado una volatilidad que ya es característica, pero se mantiene dentro de los márgenes previstos en el reciente Informe de Política Monetaria.

La información a septiembre revela que la inflación subyacente continúa controlada, debido a la falta de efectos de segunda vuelta sobre los precios más vinculados a la demanda interna. El incipiente aumento en los salarios nominales es consecuencia del aumento inflacionario a principios de año, y de hecho el costo de la mano de obra ha crecido menos. Por su parte, la política fiscal para el año 2001 aparece alineada con los compromisos del Ministerio de Hacienda.

En todo caso, el Banco Central deberá estar atento a la evolución del mercado laboral y del gasto interno, para así poder detectar a tiempo algún cambio de tendencia que señale el inicio de una recuperación más vigorosa de la demanda. Sólo en esa circunstancia es previsible que se generen presiones inflacionarias.

A continuación, los asistentes a la reunión analizan las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

Existe la opinión entre los participantes a la reunión que en la actualidad se están enfrentando mayores riesgos inflacionarios, derivados de cuatro factores considerados en el informe presentado por la División de Estudios. Se señala por una parte, que de acuerdo a la encuesta mensual de expectativas del sector privado, se han elevado la expectativas de inflación de 3,5% a 3,8% para el año 2001, es decir 80 puntos base por encima del centro de la meta de inflación rango definida para el mediano plazo.

En segundo lugar, se destaca la consolidación del precio del petróleo en niveles sobre US\$30 por barril (Brent). Esta evolución del precio del petróleo contrasta con proyecciones anteriores, en torno a US\$ 28 por barril, con un patrón declinante en el horizonte de proyección relevante.

En tercer lugar, se encuentra el fuerte aumento de las remuneraciones y del costo de la mano de obra, lo que particularmente se contrapone a la baja creación de empleo. El cuarto elemento de riesgo, se indica, tiene relación con la estimación de un mayor crecimiento del PIB en el mediano plazo.

Se manifiesta que la combinación de estos cuatro elementos plantea un mayor riesgo inflacionario para el horizonte de la política monetaria, debido además a la expectativa de un posible aumento de los márgenes de comercialización y del coeficiente de traspaso de devaluación a inflación, a medida que se recupere el gasto, el empleo y el producto. Preocupa asimismo, la referencia que se hace en el propio Informe de Política Monetaria de septiembre donde se señala que cifras anuales de inflación en torno al 3%, que es el centro de la banda objetivo, no se verían hasta comienzos del 2002.

En cuanto al crecimiento del PIB, uno de los participantes en la reunión considera que desde la perspectiva de inflación no es un tema preocupante, pues se asocia a incrementos de productividad, sin consecuencias inflacionarias ya que no hay un estrechamiento de las condiciones de los mercados internos. En relación con el precio del petróleo, se destaca la alta volatilidad del mercado en las últimas semanas, por lo que es muy difícil predecir su evolución futura.

En relación con la economía internacional, se indica que se observa una trayectoria de desaceleración de la economía norteamericana más pronunciada de la que se veía anteriormente. Ello se aprecia en ciertos elementos de la economía real, que muestran

un trimestre de otoño con una menor demanda agregada que la que inicialmente se esperaba, y en ciertos elementos financieros que pueden ser muy indicativos de la conducta futura del consumo.

En efecto, se manifiesta que las bolsas en los Estados Unidos (EE.UU.), presentan niveles de precios muy inferiores a los que se dieron previamente, muy particularmente las relacionadas con empresas tecnológicas. Los resultados de empresas aparecidos recientemente, tampoco presentan cifras muy favorables. Se señala además, que esta desaceleración de la economía norteamericana no está asociada a una sustitución en procesos de aceleración de la actividad en otras regiones de la economía mundial, por lo que el globo como un todo, debería entrar en una fase de desaceleración. Esto se fundamenta en que la recuperación en Europa habría llegado a un máximo, Japón presenta una recuperación extremadamente lenta; en tanto que Asia emergente y América Latina, continúan en una fase de recuperación, aunque con altibajos

De esta forma, se concluye que las condiciones de la economía externa deberían ser de una menor demanda global con una menor inflación, en un contexto de desaceleración de la economía norteamericana basada en caídas fundamentalmente de precios de los activos más que con alzas de tasas de interés. Se indica que el ajuste de la economía norteamericana se está dando de una forma más basada en cambios de expectativas y modificación de los precios de los activos, lo cual implica un impacto diferente sobre el tipo de cambio, el que no tendería a una depreciación pronunciada.

Otro de los participantes señala una preocupación respecto de la evolución de los precios a futuro del petróleo, los cuales se han visto incrementados sostenidamente, estando en la actualidad por sobre las proyecciones del Informe de Política Monetaria de septiembre.

En este sentido se indica que un posible temor de una recesión mundial, a partir de los precios del petróleo, está muy lejano, en el sentido que los actuales precios, si se ponen en términos reales, son similares a los prevalecientes después del primer aumento de los precios en la década de los años '70. Es decir, el aumento que hubo en esos años desde US\$ 4 a US\$ 10 por barril; los US\$ 10 por barril de aquella época son equivalentes a los actuales US\$ 30 por barril. Por lo tanto, se estaría muy lejos de los US\$ 70 por barril, en dólares de hoy día, a que se llegó en el período 1979-1980.

Otro de los participantes señala su preocupación respecto del aumento relativamente sostenido y fuerte del Índice de Precios al por Mayor, por un período bastante largo, el cual no ha tenido reflejo en el Índice de Precios al Consumidor. Se señala que esta situación se ha explicado por la compresión de los márgenes de comercialización, los cuales se esperaba debieran relajarse en la medida en que exista una recuperación de la velocidad de crecimiento de la demanda interna.

Se indica que una explicación posible para este comportamiento tan disímil entre el IPM y el IPC es que los márgenes alcanzaron niveles muy elevados hacia 1997, hecho que ha permitido una reducción de los mismos también considerable. Asimismo, se señala que gran parte del incremento del IPM está relacionado con los precios de los combustibles y el traspaso a precios finales es levemente distinto a que si es solamente por tipo de cambio o por una alza generalizada de los precios importados.

Se señala además que existen elementos de la nueva economía que se están introduciendo en la intermediación comercial. Aunque aún se trata de montos bajos en relación con las ventas totales, son montos que van creciendo a tasas muy altas, lo cual también tiene incidencia sobre los márgenes.

Otro punto de preocupación resaltado en la reunión dice relación con la virulencia del debate político, hecho que lleva a generar un clima de desconfianza, con un ambiente de

inseguridad sobre el futuro de la economía chilena.

A continuación, se presentan las opciones y recomendaciones de política económica derivadas de la presentación del informe y la posterior discusión al interior de los participantes a la reunión:

" La información disponible desde el 28 de agosto pasado ha ido validando la proyección de las principales variables macro para los próximos ocho trimestres que se tuvo en cuenta en aquella reunión, esto es, una inflación que tiende a converger hacia 3% anual a comienzos del año 2002 y una actividad económica que se recupera a un ritmo gradual, sin generar grandes presiones inflacionarias, suponiendo la vigencia de la actual instancia de la política monetaria.

Las condiciones monetarias se tornaron más expansivas luego de la reducción de la tasa de interés de política monetaria hace poco más de un mes, sobre la base de tasas de interés de corto plazo alineadas con la nueva TPM y un tipo de cambio más depreciado. Las tasas de interés de largo plazo, sin embargo, muestran hoy niveles similares a los anteriores a la medida del 28 de agosto y un grado de volatilidad algo mayor. Este es un dato importante a la hora de evaluar las opciones de política monetaria que se abren en esta oportunidad. En efecto, la reacción del mercado no permite un espacio para la opción de relajar algo más, en el entendido que una combinación de tasas de interés más bajas que las actuales y un peso todavía más depreciado es probable que sea vista como excesivamente expansiva (en relación al panorama inflacionario), aún en el contexto de una demanda interna que crece lentamente.

Por otra parte, la opción de endurecer, aunque podría entenderse sobre la base de que la actual TPM es probablemente expansiva y eventualmente debiera corregirse hacia una posición más neutral, aparece como prematura cuando se la evalúa con respecto a las proyecciones de crecimiento de la actividad económica y de las presiones inflacionarias que de ellas se derivan.

En el Informe de Política Monetaria de septiembre se señaló que los riesgos en la proyección de la inflación eran simétricos para una TPM de 5%, en el horizonte de proyección. La información adicional respecto del desempeño de la economía que surgió desde entonces no permite un cambio en esa apreciación global, por lo que la opción de mantener la actual tasa de política monetaria parece prudente. Sin embargo, hay dos hechos vinculados a la inflación a tener en cuenta para monitorear. El primero es que las expectativas de inflación a un año plazo que registran las encuestas del Banco Central se movieron al alza en septiembre (de 3,5% a 3,8% para fines de 2001), en tanto el segundo es que la previsión de la inflación sufrió un aumento en el Informe de Política Monetaria de septiembre en relación al Informe de Política Monetaria de mayo. Es más, el tiempo durante el cual se proyectó que la inflación total supere el 4% aumentó de uno a dos trimestres, mientras que la tasa prevista para fines del próximo año es todavía superior al centro del rango meta (tanto en el caso del IPC como del IPCX). Aunque la raíz de ambos hechos se encuentra en el comportamiento del precio del petróleo y no en una recuperación más rápida de la demanda interna, es importante mantener un ojo avizor en los riesgos de los efectos de segunda vuelta y su contraparte, la credibilidad del objetivo inflacionario del Banco Central de Chile."

Acuerdos

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es 5,0% sobre la variación de la Unidad de Fomento. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.