

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 7 celebrada el 11 de julio de 2000

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Guillermo Le Fort Varela (Gerente de División Internacional)
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Estudios Subrogante);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de Análisis Internacional)
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual.
2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2000.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Se mantiene la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,5%.
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 julio:

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

En junio último, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó a 0,2% al igual que la inflación medida por las diferentes definiciones de inflación subyacente (IPCX e IPCX1), con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,7%, 2,7% y 1,6%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en el ítem vivienda, debido principalmente a incrementos en los valores de servicios básicos (teléfono), y en el servicio doméstico, por el aumento del salario mínimo. En junio no se registraron aumentos de precios asociados a los combustibles o el transporte colectivo. Con todo, se concluye que no hay cambios en la tendencia de la inflación, la que permanece por debajo de 3,0% anual.

En los últimos meses, el repunte de la inflación se concentra en el incremento de los precios de bienes no transables, mientras que los transables muestran un descenso en su tasa de variación de precios.

La inflación de los bienes transables ha disminuido más de medio punto porcentual desde fines del primer trimestre, alcanzando una variación anual de 2,4% en junio último. No se observan señales de una recuperación en los márgenes de comercialización, e incluso éstos se han comprimido adicionalmente por el aumento experimentado en los precios de las importaciones de consumo en el primer trimestre y la depreciación del peso en relación con el dólar y otras monedas. Cabe destacar que los precios de los bienes durables y, en particular, del rubro de equipamiento de la vivienda (electrónica, línea blanca y otros afines) han mostrado disminuciones de precio en el último año. En conjunto, el IPCTX, que corresponde al IPC transable que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación anual de -0,5% en junio.

Los precios mayoristas (IPM) continuaron siendo afectados, tanto por el aumento en el precio del petróleo, como por la depreciación del tipo de cambio. En junio el incremento del IPM total alcanzó a 13,1% en doce meses, cifra superior al 11,7% y 9,9% observados en mayo y abril respectivamente. Este aumento continúa reflejando en gran parte el comportamiento del IPM importado, el cual registró una tasa de variación en doce meses de 12,5% en junio, es decir, 4 puntos porcentuales por encima de la del mes de abril. Ello se explica completamente por el aumento de precio de los productos mineros (asociados al petróleo) y de los industriales (asociados al tipo de cambio).

La inflación de los bienes no transables ha seguido mostrando un incremento a lo largo de los últimos meses. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, tales como electricidad y servicios telefónicos. Estas expansiones reflejan, en parte, los efectos secundarios del *shock* petrolero sobre otros precios regulados. Los precios de servicios personales también han experimentado un aumento, pero de menor magnitud, reflejando el comportamiento de las remuneraciones nominales.

La tasa de variación nominal anual de las remuneraciones presentó una disminución marginal entre abril y mayo, de 5,2% a 5,1%, mientras que el costo de la mano obra presentó un leve aumento, de 4,8% a 4,9% (variaciones anuales), evolución similar a la de los salarios privados. Estas cifras son coherentes con el menor ritmo de recuperación del empleo que se ha observado en meses recientes. Por otra parte, es importante señalar la consolidación de la recuperación de la productividad media del trabajo durante el primer trimestre del año 2000, lo que disminuye el impacto sobre los costos del aumento salarial.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario Internacional

La principal novedad en los mercados financieros internacionales la constituye la reducción de su volatilidad, como consecuencia de la mayor confianza en la desaceleración gradual de la economía de los Estados Unidos de América (EE.UU.) y el control de la inflación. Luego del aumento de la tasa de interés de política por parte de la Reserva Federal (FED) en mayo último, ésta se ha mantenido constante en 6,5% y las expectativas de nuevas alzas durante el segundo semestre de este año se han reducido ostensiblemente. Así, mientras hasta hace un mes atrás se esperaba terminar el año 2000 con tasas de interés del orden de 7%, las expectativas se redujeron luego en 25 puntos base (pb.) e incluso, luego de los últimos indicadores de consumo, hay indicios de que estas expectativas se estarían moviendo hacia la mantención de la tasa de interés de política en su nivel actual hasta fines de 2000. Los supuestos tras las proyecciones del Informe de Política Monetaria de mayo consideraban un aumento adicional de 25pb. en lo que resta del presente año.

En Europa, en tanto, la tasa de interés de política monetaria aumentó en 50pb. a principios de junio, y se espera un aumento de 25pb. adicionales durante el segundo semestre, para terminar el año 2000 con una tasa de interés de 4,5%. Para la economía japonesa, por su parte, se espera que la política

monetaria mantenga el actual bajo nivel de tasas de interés mientras la situación deflacionaria no se revierta.

La mayor tranquilidad de los mercados financieros se sustenta en la serie de antecedentes que refuerzan la probabilidad de una desaceleración gradual de la economía norteamericana, alejando los temores de un ajuste drástico. De forma coherente con este panorama, entre fines de mayo y comienzos de julio, las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años cayeron alrededor de 35pb., situándose en 5,95% a comienzos de julio. En igual período, el dólar se ha depreciado en los mercados financieros internacionales (2,1% con relación al euro y 0,7% con relación al yen).

La reducción de la volatilidad de los mercados bursátiles norteamericanos (tanto Dow Jones como Nasdaq) es también destacable. Además, a pesar del carácter más optimista del escenario reciente, la respuesta de los mercados ha sido moderada. Esto último también ha actuado como elemento estabilizador, pues una sobre-reacción del mercado accionario podría haber contrapesado la tendencia de desaceleración gradual de la demanda.

La menor volatilidad también ha contribuido a una disminución de los premios pagados por la deuda soberana de las economías emergentes. Entre fines de mayo y comienzos de julio, el EMBI cayó 76pb. En Latinoamérica, la mayor caída se observó en el premio soberano de Brasil (99pb.); luego México (84pb.), Chile (41pb.), y Argentina (8pb.). El caso de Brasil y México se puede explicar por la mayor disposición a invertir en estas economías, como lo revela la evolución de la participación de las economías emergentes en los portafolios de inversión. Este fenómeno probablemente esté asociado a los grados crecientes de estabilidad económica y política en ambos países. Por su parte, la menor caída del premio soberano chileno es coherente con una evolución relativamente neutral, y el aumento marginal de Argentina, con una percepción relativa más negativa por parte de los inversionistas internacionales.

A pesar de la caída reciente de los premios soberanos a economías emergentes no hay evidencia de una recuperación global de los flujos de capitales hacia estos países. La recuperación de estas economías ha sido liderada por sus exportaciones netas, y, a su vez, la mayor parte de los recursos financieros internacionales están destinados a financiar el déficit de cuenta corriente de la economía norteamericana.

A la positiva evolución de EE.UU. se agregan los buenos desarrollos de los precios de los principales productos exportados. Respecto del cobre, existen hoy expectativas algo superiores a las presentadas en el Informe de Política Monetaria de mayo 2000, alcanzando un precio a fin de año cercano a 85 centavos de dólar por libra del metal. Asimismo, el precio de la celulosa continúa mostrando un elevado nivel.

Un tema recurrente en el análisis de la coyuntura ha sido la evolución del precio del petróleo. El aumento de producción decretado en la última reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) el 21 de junio, no fue capaz de reducir los elevados precios del crudo Brent, que se ubicaron por sobre los US\$30 por barril. Esto aparentemente se debió a que el aumento efectivo de producción no fue de 700 mil barriles diarios, sino que sólo alcanzó los 100 mil, pues la producción efectiva previa a la reunión ya sobrepasaba las cuotas acordadas. Recientemente, Arabia Saudita anunció unilateralmente su intención de aumentar su producción en 500 mil barriles diarios, con el objeto de reducir el precio a US\$25 por barril. Lo anterior ha tenido un impacto inmediato en el precio *spot*, el cual cayó la semana recién pasada bajo los US\$30 por barril. La poca claridad de la política de precios de la OPEP, junto con las incertidumbres propias del mercado de las materias primas, resalta la dificultad de proyectar la evolución futura del precio del crudo.

2. Mercados Financieros en Chile

a. Tasas de interés y tipo de cambio

Entre mayo y junio, disminuyeron las tasas de interés de los pagarés de corto y largo plazo del Banco

Central. Así, el PRBC-90 alcanzó un nivel de tasa de interés de 5,76% en promedio, mientras que la tasa de interés del PRC-8 se ubicó en 6,53% (ambos documentos con tasas de interés de licitación a la baja a fines de mes). Cabe destacar que la disminución de las tasas de interés reales de largo plazo, es consistente con el perfil de tasas de interés considerado en el escenario base del Informe de mayo, y es explicado, tanto por la evolución de las tasas de interés en el exterior, como por la evolución del premio soberano. En consecuencia, la pendiente de la curva de tasa de interés de política monetaria futura ha disminuido entre mayo y junio, anticipando un aumento de la TPM de alrededor 25pb. hacia fines del tercer trimestre y otros 25pb. en el cuarto trimestre, para terminar con una tasa de interés de política monetaria (TPM) en torno a 6% a fines de año, cifra similar a la que se revela a través de la encuesta de expectativas de junio. En esta última, se prevé que el año 2001 finalizaría con una tasa de interés de política monetaria en torno a 6,3%.

El tipo de cambio peso/dólar fluctuó desde \$524 por dólar a comienzos de junio hasta alcanzar un nivel cercano a los \$539 por dólar hacia fines de mes, para luego retroceder a \$535 por dólar en los primeros días de julio, probablemente influido por la reacción positiva de los mercados tras dilucidarse la incertidumbre política en México. Una depreciación un poco mayor se observó en el índice de tipo de cambio multilateral de las principales monedas (TCM5), que entre comienzos de junio y comienzos de julio creció en 2,4%. Esto significa que desde el cierre del Informe de mayo, el peso se ha depreciado aproximadamente en 4% en relación con el dólar de EE.UU., y alrededor de 5% en relación con una canasta más amplia de monedas de países desarrollados. Los diferenciales de tasas de interés respecto de los principales socios comerciales señalan una trayectoria de depreciación del peso, dada la posición cíclica de estas economías en relación con Chile.

El reciente comportamiento del tipo de cambio es coherente con los mayores riesgos al alza que se mencionaron en junio. En la actualidad los riesgos sobre la evolución futura del tipo de cambio parecen más balanceados.

b. Agregados Financieros

Entre los agregados monetarios más líquidos, el circulante ha registrado un leve incremento, manteniéndose el dinero privado (M1A) aún sin señales de recuperación. Por otro lado, dentro los agregados monetarios más amplios, el menor crecimiento de los depósitos a plazo y la evolución del M1A significó que el M2 continuara desacelerándose, al igual que el M7, desaceleración que se ha atenuado por el crecimiento experimentado por los documentos del Banco Central en poder del sector privado. Es decir, la recomposición del portafolio hacia instrumentos de menor liquidez no explica completamente la desaceleración de los agregados monetarios.

Si se observan los componentes del crédito al sector privado (datos sólo hasta mayo), continúa la lenta evolución del crédito a empresas. El crédito a personas, por su parte, tampoco ha mostrado mayor dinamismo, observándose estabilidad tanto en su componente de crédito a vivienda como de crédito de consumo. Por otro lado las colocaciones efectivas en junio cayeron levemente en términos mensuales, mostrando un incremento en las variaciones en doce meses.

Demanda y Oferta

Durante el segundo trimestre, la recuperación de la actividad ha seguido en línea con las previsiones contenidas en el Informe de Política Monetaria de mayo de 2000. Sin embargo, la composición de la recuperación ha variado. En este sentido, destaca el mayor dinamismo de las exportaciones y los sectores transables, producto de un entorno internacional más estable, mayores precios de los principales productos de exportación y de un tipo de cambio real relativamente depreciado. Por otro lado, la demanda interna se recupera, pero a un ritmo algo más moderado y el repunte se concentra en sus componentes más transitorios, consumo durable e inventarios.

Los niveles relativamente altos del tipo de cambio real, junto con el dinamismo de los principales socios comerciales de Chile, han propiciado un importante crecimiento de las exportaciones tanto en volúmenes como en valor. En efecto, las exportaciones mostraron un elevado crecimiento durante el segundo trimestre, con un aumento anual estimado de 11% en términos de valor. Por su parte, las

importaciones no petróleo siguen en una trayectoria de aumento, con tasas de crecimiento anual de 19% durante el segundo trimestre.

En forma preliminar se estima un aumento en el crecimiento del gasto en el segundo trimestre. Los indicadores de gasto, si bien son consistentes con el diagnóstico de recuperación gradual, han presentado un cierto rezago respecto de lo previsto en el Informe de mayo. Esto se verifica particularmente en el componente de formación bruta de capital. Por un lado, si bien las importaciones de bienes de capital continúan creciendo, alcanzando en mayo US\$312 millones (2,6% de crecimiento anual), aún están muy por debajo de los US\$500 millones mensuales observados antes de la crisis asiática. Asimismo, las ventas de bienes de capital producidos domésticamente no muestran una tendencia clara de recuperación. Con relación a estas últimas, si se mantienen los niveles recientes de ventas, en el segundo semestre se verán tasas de dos dígitos en su crecimiento, sólo por el efecto de base de comparación.

Por su parte, las cifras relativas a la construcción durante mayo muestran una recuperación respecto a la tendencia observada en el primer trimestre. Los permisos de edificación habitacional y de establecimientos comerciales, presentaron incrementos importantes (de 55% y 17%, respectivamente) respecto del mismo período del año anterior, aunque están aún por debajo de los elevados niveles observados durante la segunda mitad de 1999. Las ventas de nuevas viviendas mostraron una expansión en mayo último respecto de meses previos, pero los niveles absolutos aún son bajos y en el margen se observa una acumulación de *stocks* en el sector.

La lenta recuperación de la inversión se ve en parte compensada por el dinamismo de la recuperación de las compras de consumo durable y la acumulación de inventarios. Durante mayo, las importaciones de bienes de consumo, con un alto componente de bienes durables, alcanzaron US\$299 millones, un 54% por sobre el nivel observado en el mismo período de 1999. Las ventas de bienes durables y de automóviles crecieron en el mismo período 38% y 36%, respectivamente. El consumo de bienes habituales también se ha recuperado pero a una velocidad algo menor: las ventas del comercio crecieron un 2,4% en doce meses durante mayo, mientras que las ventas de supermercados cayeron un 2,7%.

Respecto de los resultados de las ventas del comercio del mes de mayo, es necesario hacer notar que durante este mes hubo un fin de semana menos en comparación con su similar de 1999, hecho que afecta principalmente a las ventas de supermercados.

Por su parte, la caída en el empleo desestacionalizado durante abril se revirtió en mayo. En efecto, durante mayo se observó una recuperación de la tasa de creación de empleos, alcanzando más de un 2% anual, lo que equivale a más de cien mil puestos de trabajo respecto de mayo de 1999. De éstos, 37 mil corresponden a empleos adicionales en los programas municipales.

Con todo, las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento de la economía se mantienen dentro de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo de 2000, con un crecimiento ligeramente superior a 6% durante los próximos 24 meses, condicional a una trayectoria de la tasa de interés de política monetaria estable en 5,5%. El balance de riesgos externos respecto de esta proyección central está más balanceado que en el Informe de Política Monetaria de mayo de 2000, puesto que cada vez se ve como más probable que la economía norteamericana logre un aterrizaje suave, aunque un factor negativo como el mayor precio internacional del crudo es ahora más probable. Sin embargo, se detecta una continuación de las señales de desaceleración de la demanda interna.

Precios Específicos

En la primera semana de julio las paridades de referencia del Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP) se reajustaron en cifras del orden de 3% a 4% para los distintos combustibles. Pese a ello, los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEPP. No se descarta que en un futuro próximo, de no mediar un descenso de los precios internacionales del petróleo, se produzca un nuevo reajuste en los límites de este fondo. El efecto sobre la inflación del año 2001 dependerá de la persistencia de los actuales precios, a lo que se sumarían los eventuales efectos de segunda vuelta.

Las expectativas inflacionarias del sector privado según la encuesta de expectativas de junio, se han movido marginalmente al alza entre mayo y junio, estando en la actualidad alineadas con la proyección de 4,2% para este año, tal como se presentara en el Informe de Política Monetaria de mayo. Cabe destacar que las expectativas hacia el 2001 se han mantenido estables en 3,5%.

Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

Para resumir, la evolución reciente de la economía no altera esencialmente el panorama macroeconómico que se presentó en el Informe de Política Monetaria de mayo: consistente con una tasa de interés de política monetaria de 5,5% en el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual del orden de 6% en el curso de 2000 y de 2001, sin generar presiones inflacionarias. Este crecimiento estaría sustentado principalmente por el mayor crecimiento de la demanda externa que compensa el menor dinamismo de la demanda interna. Por su parte, la inflación total se ubicaría por sobre el 4% hacia fines de este año y la inflación subyacente sería inferior a este valor, presentando una trayectoria de convergencia en niveles cercanos al 3% a lo largo del 2001.

El comportamiento reciente del petróleo en los mercados internacionales ha provocado un nuevo aumento en las paridades del FEPP, y no se descarta un nuevo incremento en el futuro cercano. Además, existe la posibilidad de un incremento en las tarifas del transporte público, producto de la trayectoria reciente del tipo de cambio.

Estos efectos son transitorios, y hasta ahora los aumentos de precios de combustibles en lo que va del año no han tenido impacto sobre el resto de los precios de la economía. El eventual traspaso a otros precios vía efectos en cadena, es un factor de cuidado que debe continuar bajo observación en la medida que pudiera alterar las proyecciones de mediano plazo del IPC, no sólo las de corto plazo.

No obstante el escenario base es similar al presentado en el Informe de mayo, los riesgos asociados a éste han cambiado. En primer lugar, el precio del crudo en los mercados internacionales ha mantenido la volatilidad observada en los últimos meses. Las contradictorias opiniones de Arabia Saudita y la OPEP respecto de un eventual aumento de producción de medio millón de barriles diarios, muestran la poca claridad de la política de precios de la OPEP en la actualidad. En segundo lugar, hoy es más probable un aterrizaje suave de la economía norteamericana, lo que además de acotar la magnitud de futuros aumentos en las tasas de interés por parte de la FED, atenúa en cierta forma la posibilidad de mayores grados de turbulencia en los mercados financieros internacionales.

Finalmente, un factor que requiere de un mayor análisis se refiere a la composición de la recuperación del producto y su impacto sobre el empleo. En la medida que la recuperación más lenta de la demanda interna obedezca a factores más duraderos como un mayor nivel de endeudamiento del sector privado (menor riqueza), una menor disponibilidad de financiamiento externo a costo conveniente, y una política fiscal más austera, se abre espacio para un mayor dinamismo de las exportaciones netas. Sin embargo, la transición puede significar un crecimiento más lento de la economía en su conjunto en el período de transición, en la medida que se requiere de una reasignación de recursos entre sectores, lo que toma tiempo, y ajustes adicionales de precios relativos.

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.

Se destaca la primera parte del informe presentado en el sentido de que se ha observado una inflación subyacente bastante estable, elemento considerado como importante, ya que se ha estado trabajando durante todo este año con la hipótesis de que podrían haber efectos de segunda vuelta, ya sea originados en los efectos del precio de los combustibles o en la depreciación del tipo de cambio. Se señala que de acuerdo a lo observado, no ha habido propagación de las primeras alzas del petróleo, siendo lo más probable que no existan traspasos más allá de los ya realizados. Esto se relaciona con la condición actual en que se encuentra la economía, con las brechas entre capacidad productiva y utilización, entre capacidad productiva y demanda interna y con un ritmo de expansión de la demanda

interna que sigue siendo moderado. Se indica que bajo esas condiciones, los *shocks* sobre la inflación serán de carácter transitorio, no alterándose así la tendencia inflacionaria.

Respecto de las condiciones monetarias, se comparte lo señalado en la presentación en el sentido de que durante el último mes se han tornado hacia una situación más expansiva, lo que tendrá repercusiones sobre la actividad económica con un cierto rezago.

Frente a esta evidencia, uno de los asistentes a la reunión destaca las diferencias que han existido entre el actual período de recuperación de la economía chilena y los anteriores. Se indica por ejemplo, que los flujos de capital como porcentaje del PIB en los cuatro trimestres siguientes al ajuste de 1990 alcanzaron un 4%. En el caso del ajuste de 1996-1997, los flujos de capital fueron 8,1% del PIB, y en el ajuste de 1994, los flujos fueron menores, porque coincidió con el período del efecto tequila, a pesar de lo cual fueron 6% del PIB con términos de intercambio también bastante favorables durante 1995. En cambio, durante el actual período de recuperación, la situación de los flujos de capitales a la economía chilena ha sido entre 0% y 1% del producto, en los trimestres siguientes al ajuste mismo. Paralelamente, se manifiesta que la tasa de interés de colocaciones del actual período es claramente la más baja de los ciclos anteriores. En el ciclo de recuperación del año 1990, la tasa de interés de colocaciones en UF para un plazo de entre 90 y 365 días, en los trimestres siguientes al punto más bajo fue de 9,4%. En cambio, en los trimestres posteriores al punto más bajo en el ciclo actual, la tasa de interés de colocación es del orden de 7,6%.

Se mencionan estos antecedentes pues podrían estar explicando el aumento o los mayores rezagos con que ha estado operando la política monetaria, lo cual no obsta que se mantengan vigentes las condiciones macroeconómicas favorables necesarias para la reactivación.

Respecto de la velocidad de recuperación de la actividad económica, uno de los participantes de la reunión indica que es posible, por razones estructurales o por otro tipo de razones, que la demanda interna presente un comportamiento más débil de lo que se había anticipado en los próximos trimestres, comportamiento que también es posible que sea compensado con una demanda externa más expansiva o que los efectos de la política monetaria, en esta recuperación, sean distintos a los de las recuperaciones anteriores. En otras palabras, esta recuperación tiene tanto una recuperación de nivel como un cambio de composición en el producto, con menor necesidad de recursos externos, con mayor demanda externa, pues los componentes de la demanda interna, tanto a nivel de personas como de empresas, son más débiles.

Por lo anterior, se podría obtener una recuperación más orientada hacia el sector externo que hacia el sector interno, donde el principal impacto de las condiciones monetarias sea más bien a través de ganancias de competitividad o de tipo de cambio, en lugar de expansión de créditos y agregados monetarios.

En este sentido, se manifiesta que se está viviendo un régimen de política que resulta bastante apropiado para enfrentar el tipo de incertidumbre que existe por delante, un régimen de política que está definido por un tipo de cambio flotante, por una acción fiscal moderada y por un manejo de la tasa de interés de política monetaria de corto plazo, dejando libre el movimiento de todo el resto de los plazos que son determinados por el propio mercado. Ese régimen de política permite enfrentar con mucha flexibilidad el tipo de *shocks* o impactos que pudieran producirse hacia adelante, ya sea, por la vía de los precios de los bienes perecibles o expectativas de inflación que tenderían a elevar las tasas más largas de interés, o por la vía del precio del petróleo u otro *shock* de tipo externo que tendería a elevar el tipo de cambio.

Se complementa lo anterior, acotando que en el pasado el gasto interno fue fundamentalmente financiado desde el exterior, encontrándose una fuerte asociación entre gasto interno y flujo de capitales externos. Si esta situación volviera a ocurrir, el régimen de política actual permitiría un equilibrio distinto entre tasa de interés y tipo de cambio, que permitiría acomodar el ritmo de crecimiento de la economía a las nuevas condiciones. En cambio, en una situación de moderación del ingreso de capitales como se ha visto hasta ahora, la dinámica debería provenir más bien del resto de la economía, lo que se reflejaría sin duda, dado el régimen que existe, en una depreciación real

tendiente precisamente a apoyar ese tipo de desarrollo. Por tal motivo, se considera que el régimen de política en que se encuentra la economía chilena desde hace algunos meses, permite enfrentar con bastante tranquilidad los distintos tipos de *shocks* o las distintas interpretaciones que pudieran darse para el crecimiento futuro de la economía.

Por lo anterior, se señala que probablemente existe por delante un período relativamente prolongado, en términos de meses, en que se seguirán observando ingresos netos de capitales relativamente débiles y por tanto, lo que se puede prever es que el tipo de cambio, como está previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo, tenga alguna depreciación real en el plazo de las proyecciones. Eso es consistente con un mayor impulso al sector externo de la economía respecto del conjunto total de impulsos para el desarrollo. Se considera que el ritmo al que creció la economía chilena, trimestre a trimestre hacia fines del año pasado, es imposible de sostener por lo que era obvio esperar una moderación, tal como ocurriera efectivamente y continúe en adelante para converger a tasas de crecimiento compatibles con las proyecciones del orden de 6% para los próximos 12 a 24 meses.

A continuación, se analizan las opciones de política monetaria:

La información presentada en el Informe Mensual, destaca que ha persistido una situación compleja e incierta en los mercados internacionales de los combustibles, que hace resaltar el riesgo de una acentuación de los efectos sobre la inflación interna anticipado en el Informe de Política Monetaria de mayo. Esto podría implicar un aumento en la inflación medida en el corto plazo, pero un efecto menor en la inflación subyacente (IPCX) que no hace por ahora cambiar la percepción de que la inflación se mantendrá alineada respecto de la meta en los siguientes ocho trimestres.

Del lado positivo, se ha ido asentando en las últimas semanas un escenario de desaceleración suave de la economía norteamericana, confirmando la tendencia observada en la reunión del mes pasado. Esto hace presumir que la tasa de referencia de la FED no sufrirá nuevos aumentos sustanciales en lo que resta del año.

Internamente, la actividad económica ha seguido en una trayectoria de aumento moderado, en línea con un ritmo de crecimiento de alrededor de 6% en los siguientes ocho trimestres. Sin embargo, la composición ha sido algo distinta a lo previsto originalmente, con un comportamiento más dinámico de la demanda externa y uno más lento del gasto interno. El aspecto positivo de este desarrollo, en cuanto a la inflación, es que se prorroga una situación de ausencia de presiones inflacionarias (sobre aquellos precios sensibles a la demanda interna) que permite compensar las presiones de costos derivadas de los aumentos en los precios internacionales de los combustibles. Como contraparte, sin embargo, esta menor aceleración de la demanda interna acarreará una recuperación más lenta del empleo.

Con todo, y al igual que en la reunión del mes anterior, no existen antecedentes claros que sugieran un sesgo evidente de la política monetaria. Si bien es cierto algunos indicadores puntuales de desaceleración de la demanda interna (incluyendo los agregados monetarios y las cifras de importaciones de junio) podrían sugerir la opción de *relajar*, se mantiene una curva de rendimiento empinada y anclada a tasas de interés de largo plazo impedidas de bajar de sus actuales niveles por el contexto internacional. En esta situación, una reducción de la tasa de interés de política podría no tener mayores efectos sobre el nivel del costo del crédito doméstico y la demanda interna, aunque sí podría impulsar la demanda externa al promover una depreciación adicional del tipo de cambio real en la medida que sea percibida como sustentable por parte del mercado y que no pone en riesgo el objetivo inflación. Por el momento, no hay evidencia clara para señalar que una desaceleración de la demanda interna, respecto de lo previsto en mayo, lleve a una inflación subyacente muy por debajo en el curso del próximo año, tomando en cuenta los riesgos de efectos inflacionarios de segunda vuelta asociados a la situación de los precios de los combustibles. Por último, es posible que el gasto interno pueda reanimarse más sobre la base de medidas o políticas de carácter microeconómico que no están vinculadas a la política monetaria.

La opción alternativa de *endurecer* la política monetaria puede asirse de los efectos de primera y segunda vuelta sobre la inflación de los aumentos del precio de los combustibles y transporte, en un

escenario de tipo de cambio que mantiene una trayectoria de depreciación, y de una demanda interna que adquiere un ritmo más expansivo en la segunda mitad de este año. No obstante, no existen antecedentes que permitan anticipar tal trayectoria para el tipo de cambio, ni tampoco una alteración de ritmo muy sustancial en el crecimiento de la demanda interna.

Finalmente, la *mantención* del actual nivel de la tasa de interés de política monetaria aparece como una opción de menor riesgo relativo.

Acuerdos

En conformidad con lo expuesto anteriormente, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,5%. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez quedan inalterados.