



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 10
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 10 de octubre de 2000

En Santiago de Chile, a 10 de octubre de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

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

- I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 8 y 9, celebradas el 10 y el 28 de agosto de 2000, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 8 y 9, celebradas el 10 y 28 de agosto de 2000, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

- II. Resolución sobre Minutas de las Actas correspondientes a las Sesiones N°s 7 y 8, celebradas el 11 de julio y el 10 de agosto de 2000, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas de las Actas de las Sesiones N°s 7 y 8, celebradas el 11 de julio y el 10 de agosto de 2000, las que se aprueban sin observaciones.

Handwritten signature in blue ink.

III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, presenta el siguiente informe:

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

En septiembre último, la inflación medida por el IPC alcanzó 0,6% mientras que la inflación medida por IPCX fue de 0,4% y la del IPCX1 se situó en 0,1%, con lo cual las tasas de variación anual son de 4,2%, 3,0% y 1,5%, 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 de 2,6% en septiembre último (anual). 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 (TCM y TCM5) observada entre marzo y septiembre. En conjunto, el IPCX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación de -1% (anual) 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 IPM total 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 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.

Wash
Ego



Una novedad se refiere a la evolución de los salarios nominales. La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó un aumento entre julio y agosto de 5,0% a 5,6% (anual), mientras que el costo de la mano de obra pasó de 4,3% a 4,8% (anual). Asimismo, los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento superior pasando de 4,4% a 5,1% (anual). Estas cifras son coherentes con el traspaso rezagado a los salarios de aumentos de precios anteriores, por la indización de los contratos, y con 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 FEP 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 FEP 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.

Para octubre se proyecta una inflación IPC del orden de 0,4%-0,5% (mensual), con lo que la inflación IPC será del orden de 4,3%-4,4% (anual). Esto se debe a incrementos de precio de los combustibles, de los perecibles (por la estacionalidad normal del período) y un posible aumento en las tarifas de la locomoción colectiva. Es importante resaltar que en la proyección de perecibles aún hay un alto nivel de incertidumbre. La información de precios disponible a la fecha no anticipa los aumentos de precios característicos de la estación con una incidencia en el IPC menor que 0,05. Sin embargo, si se revisa el comportamiento histórico, la incidencia de este grupo podría aproximarse a 0,2. En este caso la inflación IPC del mes se ubicaría entre 0,5% y 0,6%. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento menor durante el mes de octubre (0,3-0,4%), por lo que la inflación subyacente alcanzaría un nivel de 3,2%.

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/bb 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 producción de la 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. 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 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 mantuvo su tasa rectora en 6,5% en la reunión de fines de septiembre, lo que en todo caso era esperable por 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 hacia fines de año. En efecto, luego de la reunión el NASDAQ cayó más de 3%. Las tasas largas 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 BCE aumentó recientemente su tasa de política en 25 puntos básicos, 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. Desde el punto de vista de mercados emergentes, esto traería una mayor abundancia de capitales así como una depreciación relativa de los tipos de cambio reales respectivos. Hasta ahora, dicha depreciación no se ha producido y el Euro se mantiene en niveles levemente superiores a los alcanzados previo a la intervención de los bancos centrales.

El continuado dinamismo de la actividad en los EE.UU., junto con la evolución de los mercados cambiarios, ha aumentado levemente la incertidumbre respecto a la real magnitud de la desaceleración de la economía norteamericana, así como acerca de la trayectoria de la inflación en las principales economías. Esto puede explicar porqué 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 200 puntos básicos, nivel algo superior al esperado para fines de este año en nuestras proyecciones. A su vez, el premio de otras economías emergentes como México ha venido disminuyendo 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

En Chile, la tasa de política monetaria se redujo a 5,0% en la reunión de política monetaria del 28 de agosto. Las tasas de corto plazo se ajustaron al nuevo nivel de la tasa de política monetaria, como lo evidencia la tasa del PRBC a 90 días que se mantuvo en torno a 5,0% durante septiembre. Las tasas 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 50 puntos base en la TPM, incluso levemente por encima. Así, la tasa promedio de los PRC a 8 años durante septiembre fue de 6,20%, que se compara con un 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 corto plazo pero 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 6 meses se espera un aumento de sólo 25 puntos base para la tasa de política monetaria y una estabilización en torno a 6,0% hacia fines del 2001, mientras que para las tasas largas 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 tasa de política monetaria.

Hasta agosto, la evolución de los agregados monetarios más líquidos mostraba señales débiles de recuperación en el circulante, mientras que en el dinero privado parecía consolidarse una tendencia positiva. Sin embargo, durante el mes de septiembre el crecimiento mensual real desestacionalizado fue positivo para el circulante pero negativo para el dinero, lo que refuerza la percepción de una lenta recuperación en la demanda interna. Esto también se refleja en los agregados monetarios más amplios (M2A y M7) y en la evolución del crédito financiero doméstico al sector privado, cuyo nivel desestacionalizado se observa 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 repunte leve en las colocaciones comerciales y otras, mientras que el componente de créditos de comercio exterior observa una alta variabilidad, lo cual es habitual.

Entre julio y agosto, antes de la reunión de política monetaria del día 28, 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. No obstante, desde fines del mes de septiembre se ha observado una paulatina disminución en el tipo de cambio observado, 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 (TCM5 y TCM). Estas cifras se enmarcan dentro de lo proyectado en el informe de septiembre, y se espera que el tipo de cambio real se mantenga estable respecto de sus valores recientes.

A su vez, la trayectoria de depreciación implícita en los precios de 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. La depreciación esperada para el peso respecto del dólar en el rango de 2,5% a 3,0% dentro de un horizonte de 1 año. En cambio, la trayectoria de depreciación implícita en los mercados futuros para el 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 apreciación más suave para las monedas de la zona Euro y la libra respecto del dólar.

Con todo, las condiciones monetarias se han tornado levemente más expansivas tras la disminución reciente de las tasas cortas 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 torno a 6% (variación anual) durante el tercer trimestre del 2000. El dinamismo del sector de transporte y telecomunicaciones ha sorprendido positivamente. No obstante ésto, la velocidad de crecimiento trimestre a trimestre continúa siendo moderada.

A su vez, persiste una recuperación sólo gradual de la demanda interna. En términos agregados, el gasto interno habría crecido un 6,6% (variación anual) durante el tercer trimestre, lo que, al igual que el PIB, refleja 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, alrededor de los US\$ 300 millones en términos desestacionalizados, desde abril. 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 el margen, al igual que las ventas de vehículos nuevos y las importaciones de bienes de consumo. Éste 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, a nivel del comercio las necesidades de inventarios son por tanto menores. Las compras de bienes durables, por su parte, no han mostrado este cambio en la trayectoria en el margen, posiblemente como resultado de la contracción de márgenes en el comercio que ha acotado el incremento en precios. Sin embargo, los niveles actuales de dichas compras son 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 ha 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 en dicho período un 9,6% (10,6% con efectos estacionales). Esto es producto de que no sólo continúa el incremento en la desocupación de los hombres, sino que además ahora también aumenta la de las mujeres.

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 con la oferta de trabajo.

Como consecuencia, no se observan presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral. El repunte de las remuneraciones en el margen 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 macro de 8% en términos nominales, coherente con el logro de un superávit estructural de 1%. Esta estimación es conservadora si la inflación termina siendo algo mayor. 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. El superávit ajustado alcanzará alrededor de 0,3% del PIB.

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 compensando 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 trimestres. Información preliminar a septiembre muestra un nivel inferior a los US\$1300 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) en 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 presagiar que el crecimiento de la economía para este año pueda terminar siendo un par de décimas superior a 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. Los antecedentes relativos a la encuesta de octubre se conocerán la próxima semana. Al mismo tiempo, el premio pagado por



papeles nominales versus reajustables a 1 año aumentó de un promedio de 4,5% en septiembre a 4,7% que corresponde al primer dato observado en octubre.

5. 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 algo mayor que 6% 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 perecibles y otros productos. En todo caso, el escenario central sigue considerando una trayectoria de convergencia a niveles cercanos al 3% a lo largo del 2001.

Los riesgos asociados a este escenario base son similares a los discutidos en el Informe de Política Monetaria. En primer lugar, existe incertidumbre respecto a 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.

El Presidente ofrece la palabra a los presentes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que su impresión es que respecto a la reunión pasada, hoy día se están enfrentando mayores riesgos hacia al alza en la inflación respecto del pronóstico dado y vienen de cuatro fuentes que están en el Informe. Señala que las expectativas de inflación del sector privado se han elevado significativamente de 3,5% a 3,8% para el año 2001, lo que quiere decir que a 14 meses respecto de hoy día, se estaría con una inflación del sector privado en tres décimas hacia arriba y 80 puntos base por encima del centro de la meta de inflación rango definida para el mediano plazo, lo cual es significativo y serio.

En segundo lugar, indica que se ha consolidado el alza del petróleo en niveles sobre US\$ 30, hoy día el Brent estuvo a US\$ 31 por barril y ha estado en US\$ 30 los últimos días. Esta evolución del mercado contrasta con nuestras optimistas proyecciones anteriores, dice, en torno a US\$ 28, con un patrón declinante para los próximos 24 meses.



En tercer lugar, señala que en el informe se destaca un fuerte aumento del crecimiento de las remuneraciones y del costo de la mano de obra, lo que es particularmente sorprendente a la luz de la baja creación de empleo. El cuarto elemento de riesgo es el factor de mayor crecimiento del PIB en el presente año, que es superior en dos décimas al crecimiento proyectado en el informe anterior.

Indica el señor Schmidt-Hebbel que la combinación de estos cuatro nuevos elementos plantea un mayor riesgo inflacionario para el horizonte de la política monetaria, debido a la doble conjunción de un aumento esperado en los márgenes de comercialización y en el coeficiente de traspaso de devaluación a inflación, a medida que se recupere el gasto, el empleo y el producto.

El Consejero señor Desormeaux se suma a la preocupación que ha señalado el señor Schmidt-Hebbel ya que la cifra del IPC supera el 4% a partir de este mes. Le preocupa que el propio Informe señala que cifras en torno al 3%, que es el centro de nuestra banda, no se verían hasta el año 2002 y por cierto, el alza de las remuneraciones también es preocupante aunque haya una buena hipótesis de cómo se ha producido y se tenga el consuelo de que está siendo compensado por aumentos de productividad. De todo ello, señala que lo más inquietante es que el mercado esté pensando que la inflación va a ubicarse en un 3,8% el año 2001. Cree que son señales que debieran preocuparles, pues esto sucede, además, en un momento en que la economía comienza a tener una expansión algo más rápida en el segundo semestre.

Discrepa con un juicio que se hace en el informe en el cual se dice que en los datos recientes la expansión del PIB sigue siendo moderada. Cree que no es así, pues un cálculo preliminar que él ha hecho, le indica que la expansión en el margen es más bien una expansión en torno al 7% o al 8% en el tercer y cuarto trimestre.

En definitiva, dice compartir el juicio de que si se suma a estos factores el hecho de que el precio del petróleo se ha quedado en niveles mucho más altos de lo previsto, y que el PIB va a comenzar a tener una expansión más rápida, se configura un cuadro que es relativamente preocupante para la credibilidad del Banco Central y desde ese punto de vista, cree que hay que poner mucha atención en la evolución de estos indicadores.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, contestando a los puntos planteados, señala que en relación al crecimiento del PIB, cree que desde la perspectiva de inflación no es algo preocupante, porque va asociado al incremento del sector de telecomunicaciones, dicho de otra forma, es como un aumento asociado entre crecimiento PIB y productividad, o sea, ahí no hay consecuencias inflacionarias, no hay un estrechamiento de las condiciones de los mercados internos y por lo tanto, no piensa que esto vaya a ser un factor de cuidado si hay una corrección sólo por ese hecho en las proyecciones de crecimiento.

En relación al precio del petróleo, su impresión es que las últimas cifras son mejores, aunque no se atreve a dar una seguridad al respecto, porque hay mucha volatilidad, pero las cifras, dice, fueron peores en agosto y ayer y hoy, por lo menos, se ha visto una



disminución en el precio de las gasolinas, debiéndose distinguir aquí entre lo que es la situación del mercado Brent de lo que es el mercado de las gasolinas. Señala que en el mercado de las gasolinas, anteriormente estábamos mucho más mal ya que había una fuerte discrepancia y un fuerte aumento del precio de éstas por sobre lo que había sido la evolución del Brent. Esta situación se ha normalizado la semana reciente, por eso las cifras recientes indican que estamos mejor de lo que estábamos en agosto.

Con respecto a los factores de cuidado que se señaló, indica el señor Herrera que el aumento de la expectativa inflacionaria ciertamente es un factor de preocupación en el cual hay que mantener puesta la vista. Explica que se produjo un incremento de 3,5% a 3,8% en las expectativas de inflación del año 2001 y eso, por la información muy preliminar que se tiene de la encuesta de septiembre, se mantendría también durante ese mes. En parte eso refleja que las propias proyecciones de IPC para el 2001, también se elevaron hasta un nivel de 3,5%. Agrega que la discrepancia entre sus proyecciones respecto a la inflación del 2001 y la del mercado se ha mantenido en aproximadamente medio punto, señalando que las proyecciones para fines del año 2001 son del orden de 3,3% y las del mercado son de 3,8%.

En relación al otro factor de cuidado que se relaciona con el aumento de las remuneraciones, señala el señor Herrera que también a veces son números volátiles y habría que poner esas cifras en contexto y ver si se mantiene ese comportamiento. En cambio, agrega, el fenómeno de las expectativas, probablemente sí se va a mantener en el tiempo.

A continuación, el Gerente de la División Internacional, don Guillermo Le Fort, manifiesta que desea discutir un poco respecto a la situación de la economía internacional, porque ella también afecta las perspectivas para la evolución de la economía interna y de las presiones inflacionarias. Cree que la información que se tiene de las últimas cifras va más por una trayectoria de desaceleración de la economía norteamericana más pronunciada de la que se veía anteriormente y eso, tanto por lo que implican ciertos elementos de la economía real, que muestran un trimestre de otoño con una menor demanda agregada que la que inicialmente se esperaba, como también ciertos elementos financieros que pueden ser muy indicativos de la conducta futura del consumo. Las bolsas en los Estados Unidos, dice, hoy día presentan niveles de precios muy inferiores a los que se dieron en un momento, muy particularmente las relacionadas con empresas tecnológicas. Los resultados de empresas que han aparecido tampoco han sido muy favorables y todo eso contribuye a que, hacia el futuro, se tenga una evolución de la demanda agregada norteamericana, probablemente del consumo, menos cesantía. Y esta desaceleración de la economía norteamericana no tiene una sustitución en procesos de aceleración de la actividad en otras regiones y la economía mundial, como un globo en total, debería entrar en una fase de desaceleración, que a lo mejor las cifras promedio que son ahí calculadas no la muestran en toda su intensidad, por lo menos la que podría darse, porque la recuperación en Europa ya al parecer ha llegado a un máximo, se debería ver alguna desaceleración en la actividad de este continente; Japón tiene una recuperación extremadamente lenta, son solamente los países en desarrollo, el Asia emergente y América Latina que no tienen un peso demasiado grande, por lo menos, desde el punto de vista de lo que nos afecta, los que están continuando ese proceso de recuperación.

En ese sentido, señala el señor Le Fort, las condiciones de la economía externa deberían ser de una menor demanda y favorables a una condición de inflación menor. Además, la forma en que se está dando la desaceleración de la economía norteamericana con

eg



caídas fundamentalmente de precios de acciones más que con alzas de tasas de interés, puede tener también efectos distintos sobre nuestro tipo de cambio y generación de presiones inflacionarias de una manera también diferente.

Por último, manifiesta que si el ajuste tuviese que ser intensivo en tasas de interés, se podría observar impactos cambiarlos hacia Chile. Agrega 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 y factores de riqueza y es distinto el impacto que puede tener eso sobre nuestro tipo de cambio que no tendería a una depreciación tan pronunciada.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza, refiriéndose al precio del petróleo, está de acuerdo en que el mercado spot está más tranquilo que en agosto pero cree que lo que es preocupante, es que el precio futuro ha ido subiendo paulatinamente. Señala que la estimación para el próximo año, lo que está en el Informe de Política Monetaria, es 26 dólares por barril y si se observa el precio futuro hoy día, el promedio del próximo año es de 29 dólares y cuando se hizo el informe, ese precio era de 28 dólares, entonces de alguna manera, dice, el precio futuro se ha visto al alza en relación al petróleo.

Respecto a la economía americana comparte un poco la visión del señor Le Fort señalando de que el mejor indicador de que se está desacelerando es el empleo. Indica que en el año 1998 se generaban 260 mil empleos mensuales en Estados Unidos, el año pasado fueron 230 mil y este año, en promedio, van 190 mil, por lo tanto, claramente la economía americana va en una desaceleración. Agrega que las tasas a futuro, por ejemplo, las tasas a marzo del Fed Bank muestran 6,5%, es decir, no muestran ningún aumento y como hay un premio por riesgo asociado, incluso ya empieza a aumentar la probabilidad de que pueda haber una baja de tasa hacia comienzos del próximo año.

Por último, el señor Sanhueza da una noticia respecto a los términos de intercambio, señalando que lo que está cayendo muy fuerte en los últimos días es el precio de la celulosa en más de 100 dólares por tonelada, por lo que eso va a significar, probablemente, que la proyección del Banco Central sea un poco optimista respecto a los términos de intercambio.

El Presidente consulta si hay alguna explicación para eso, contestando el señor Sanhueza que básicamente se debe a que hay menos demanda. Explica que China es muy importante y el precio alto ha hecho que ellos no demanden celulosa y que algunos países, como por ejemplo Estados Unidos, estén aumentando su producción. Entonces, lo que se ve es que el precio en realidad estaba muy cerca de lo que sería un techo para el precio de la celulosa, por lo tanto, ahora empieza lentamente a bajar.

Respecto al flujo de capitales, señala el señor Sanhueza que se ha estado mirando los flujos que hay en los fondos de capitales hacia Latinoamérica, ya sea en acciones y en bonos, y lo que se ve es que durante las últimas cuatro semanas siguen saliendo flujos de esos fondos lo que es una tendencia que se ha mantenido durante todo el año y el porcentaje que se le asigna a Chile, dentro de estos fondos, ha seguido bajando.

A continuación, el Presidente señor Massad señala que tiene una preocupación. De las cifras, dice, se desprende que continúa el aumento relativamente sostenido y fuerte del Índice de Precios al por Mayor, por un período ya bastante largo y eso no tiene reflejo en el Índice de Precios al Consumidor. Señala que esto se ha explicado como una compresión de



los márgenes, pero piensa que en algún momento los márgenes ya dejan de comprimirse y se sostienen a cierto nivel, y en la medida en que hubiera algún grado de recuperación de la velocidad de crecimiento de la demanda interna, podría haber ahí un fenómeno que se desate con bastante fuerza, el traspaso de una parte a otra, si es que los márgenes están comprimidos más allá de lo que justificaría la competitividad. Consulta cómo se ve eso en la División de Estudios y agrega que conversando con el señor Morandé sobre esto, le había sugerido de por qué no tomar algunos pocos productos identificables y seguirlos en su secuencia desde el precio al por mayor al precio al consumidor. Aunque el señor Morandé le dijo que algo se estaba haciendo al respecto, le solicita que comente sobre ese punto.

El señor Morandé manifiesta no tener todavía resultados muy precisos de ese estudio porque está en proceso y explica que ha sido difícil identificar productos que sean homogéneos en los dos índices, que signifiquen lo mismo. En cuanto a los márgenes, dice, tal vez la única explicación posible que uno pueda tener para estos comportamientos tan disímiles del IPM y el IPC es que los márgenes partieron muy altos. Llegando hacia 1997, los márgenes aparentemente eran bien elevados, lo cual ha permitido una reducción de los mismos también considerable, pero no hay información precisa como para decir cuándo puede detenerse esa situación.

Por otro lado, señala, también es cierto que buena parte del incremento del IPM tiene que ver con los precios de los combustibles y ese 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, de modo que hay que distinguir también ahí lo que puede ser un cambio de precios relativos importante. No hay una idea muy certera de hasta donde puede estirarse esta reducción de márgenes hacia adelante, pero tal como se ha señalado acá, en la medida que haya una recuperación más fuerte de la demanda interna eso también hubiera significado un aumento de margen.

Refiriéndose a otro punto que también se comentaba esta mañana, señala el señor Morandé que hay elementos de la nueva economía que se están introduciendo en el tema de la intermediación comercial y es asunto de mirar las cifras de ventas por Internet. Aún cuando se trata de montos bajos, en relación a las ventas totales, van creciendo a tasas en que se duplican en un par de meses y eso, dice, también tiene incidencia importante sobre los márgenes. Aunque ni siquiera sea sólo el hecho verdadero de que hay una reducción de márgenes por la intermediación por Internet, la sola amenaza de que esto puede llegar a constituir un elemento de contención de márgenes está aparentemente operando por lo menos en algunos niveles. Agrega que todas éstas son hipótesis o elucubraciones más que demostraciones que hayan sido ya probadas.

El Presidente manifiesta que tiene una segunda área de preocupación que no es tema que se pueda resolver aquí, pero de alguna manera está presente o puede estar presente en el futuro y es la virulencia del debate político. Señala que éste puede llevar a generar que nuestra tasa de crecimiento sea algo menor de la que se había previsto y podría, eventualmente, llevar a que la tasa de inflación fuera algo mayor de la que se había previsto al generar desconfianza en el ambiente. Ese es un tema que le preocupa crecientemente, porque este año hay elección municipal, el próximo hay elección de parlamentarios y el debate político se está poniendo cada vez más virulento. El tono que está adquiriendo el debate, dice, se sale bastante de lo que ha sido tradicional en las sociedades chilenas, salvo probablemente el período 1970 – 1973, tal vez 1969-1973, que el debate político fue también muy fuerte. Observa que aquí hay una tendencia a la disociación que puede convertirse en algún momento en un fenómeno con implicaciones económicas sustanciales y le



preocupa especialmente porque ya ve en algunas publicaciones internacionales que se recoge este tema manifestando una preocupación sobre los desarrollos del futuro de Chile. Señala que lo vio esta mañana en algunas publicaciones internacionales en que se recoge este debate interno como una muestra de inseguridad o de inestabilidad del futuro de la economía chilena. Cree que ese es un tema que, si bien no hay mucho que hacer, es un tema que puede tener un reflejo en lo que se proyecte de lo que se está haciendo.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, cree que este fenómeno ya se refleja hoy día en los indicadores de riesgo soberano de tres países que no han tenido cambios económicos importantes, no ha habido news importantes, porque ha sido solamente en el último mes, pero que muestran que básicamente por razones políticas hay una mejora radical en el caso de México, el único país latinoamericano que mejora y muchísimo y empeoramiento en el margen, pequeñito, pero hay un empeoramiento en el caso chileno, 190-200 puntos base en el indicador que se ha distribuido y hay empeoramiento, por supuesto, muy significativo en el caso peruano después del caso Montesinos.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El señor Morandé señala lo siguiente:

“ 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 política monetaria hace poco más de un mes, sobre la base de tasas de interés de corto plazo alineadas con la nueva tasa de política monetaria 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 instancia es probablemente expansiva y eventualmente debiera corregirse hacia una posición más neutral, aparece como prematura cuando se le evalúa con respecto a las proyecciones de crecimiento de la actividad económica y 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 tasa de política monetaria 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 nuestras encuestas se movieron al alza en septiembre (de 3,5% a 3,8% para fines de 2001), en tanto el segundo es que nuestra propia 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 proyectamos 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.

Como medida inmediata en esta dirección, es aconsejable que el comunicado de esta reunión haga ver que el hecho de que la inflación en doce meses a septiembre haya superado el 4% es transitorio, estaba anticipado y no contraría la proyección central de inflación del Informe de Política Monetaria de septiembre. Asimismo, se debiera reiterar que es un fenómeno más que nada vinculado al comportamiento del precio internacional del petróleo (por lo que los indicadores subyacentes están mucho más controlados) y que el Banco Central de Chile prevé el uso de su instrumental monetario con toda la flexibilidad que exija la mantención de la inflación dentro del rango meta a través del tiempo, considerando los rezagos en los efectos de su política."

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta tener dos comentarios. Señala que en la lectura de las cifras, a su juicio, hay que hacer una distinción entre dos tipos de argumentos. En primer lugar, dice, hay argumentos que se pueden identificar por el lado de la demanda y cree que desde ese punto de vista no se está en presencia de una coyuntura en donde los factores de demanda -ya sea porque se está observando al tercer trimestre y eventualmente en el cuarto, un mayor dinamismo respecto de lo que se observó en el segundo o en el primer trimestre- no se está observando un riesgo para lo que es la trayectoria de la inflación hacia los rangos de mediano plazo, y en ese sentido, cree que más que detectar si se está observando factores de demanda de corto plazo en la información reciente, podría generar un ciclo preocupante o no. Cree que los puntos de preocupación, a su juicio, vienen más bien por otro tipo de factores que no son el impulso de demanda que tiene nuestra economía. Nuestra economía, dice, puede tener el impulso de demanda que tiene ahora y un impulso de demanda significativamente más elevado y va a llegar a los ritmos de utilización de plena capacidad solamente al cabo de un par de años, o sea, no se está en presencia de un fenómeno manifiesto de un peligro de que la economía cierre la brecha de capacidad en uno, tres ó cinco trimestres, sino que solamente al cabo de probablemente entre seis y ocho trimestres.

A su juicio, no son los factores de demanda los que debieran preocupar tan fuertemente en la actual coyuntura, habiendo sí factores que se podrían denominar de oferta que tienen que ver con varios tipos de fenómenos. Uno es el precio del petróleo algo más elevado y un tipo de cambio también algo más elevado que arriesga los márgenes y, estos dos elementos, en conjunto, están afectando las expectativas y podría producirse un fenómeno que se puede pensar en una especie de fatiga de la meta, en el sentido que hay factores de riesgo, no por el lado de la demanda, sino por el lado de la oferta, que podrían hacer percibir en el mercado de que para el Banco Central la inflación dejó de ser un tema muy central. La gente,



dice, observa una inflación sobre el 4% y el rango está hasta 4%, entonces la inflación es sobre 4%, y las perspectivas para el próximo año, eventualmente podrían ser incluso por arriba por lo que dice el señor Sanhueza, o sea, el precio del petróleo algo más elevado de lo que se había anticipado, eventualmente los márgenes algo más elevados, por lo tanto, a su juicio, se puede producir "una especie de fatiga de nuestro propio rango". Recuerda el señor Marshall que a comienzos del año se hizo una inversión de credibilidad en el sentido de que frente a aumentos de inflación por el lado de la oferta, no por el lado de la demanda, el Banco Central respondió con una señal de tasas. Hace notar lo anterior porque en algún momento, dependiendo de cómo se perciba el factor de cómo evoluciona el mercado, el Banco Central va a tener que dar una señal nuevamente del tipo de la que se entregó en enero y hace la distinción entre factores de demanda y factores de oferta porque cree que es muy importante para efectos de dar esa señal. Cree que no son los factores de demanda los que están presionando en este momento el riesgo inflacionario. El riesgo inflacionario, a su juicio, está presente y existe por factores de oferta que uno los podría resumir en fatiga de la meta. No cree que hoy día haya evidencia de que eso se ha producido, porque hay todavía señales muy incipientes, pero cree que, a la luz de la discusión de esta reunión, ese es el riesgo que existe y por tanto, comparte lo que dice el señor Morandé en el sentido de dar mayor explicación sobre este aspecto.

Finalmente, el señor Marshall apoya la moción de mantener la instancia.

El Consejero señor Desormeaux comparte lo señalado por don Jorge Marshall en el sentido, dice, de que aquí lo que existe son fundamentalmente presiones de oferta, pero presiones de oferta que se han ido acumulando y que hoy día ejercen una presión muy grande y que se pueden resumir, por ejemplo, en la evolución del IPM. La preocupación, señala, es que esto no se ha traducido en una presión inflacionaria importante, simplemente porque la demanda ha estado evolucionando a muy baja velocidad, incluso en el caso del consumo, en el último mes del que hay información, éste experimenta una caída. Sin esta evolución, la verdad es que el traspaso sería mucho mayor, de manera que cree que, aunque los factores son de oferta y la demanda ha actuado como un factor moderador de las presiones inflacionarias, lo cierto es que si se empieza a observar, en algún momento, una aceleración de la expansión de la demanda, este traspaso a precios se va a acelerar y cree que el Banco Central tiene que estar muy atento a este desarrollo.

La señora Subsecretaria de Hacienda agrega un detalle de información respecto del funcionamiento del Fondo del Petróleo, señalando que puede ser útil para efecto de los timing y efectos sobre los precios que se van a ver en el corto plazo. Manifiesta que dada la operatividad que existe y como han caído los precios internacionales, el efecto sobre los precios internos ha sido mucho más fuerte que el efecto de agotamiento del subsidio de compensación del Fondo. Dado que quedan pocos recursos en el FEP, los traspasos de precios son cada vez mayores. Ahora bien, es posible esperar, dada las condiciones externas, relativa estabilidad o bajas en los precios.

El Presidente dice que para propósitos del análisis de hoy y de su eventual reflejo en un comunicado, ve que hay una coincidencia de que los riesgos en este momento están más bien inclinados hacia arriba en materia de inflación. Le parece que la discusión ha apuntado un poco en esa dirección distinto a lo que se observaba en el informe de agosto, en el cual encontraban que a la tasa de interés de 5% los riesgos estaban balanceados.

Fig



Agrega el señor Massad que lo que observa de los comentarios que aquí se han hecho, salvo el de la señora Wagner que les da un elemento de esperanza, parece indicar que los riesgos comienzan a inclinarse en una dirección positiva en el sentido de ir hacia arriba. Es demasiado temprano para asignarle a eso una ponderación suficiente como para alterar la posición de política monetaria, cree que no existe evidencia como para eso, pero cree que hay que recoger el hecho de que el conjunto de las opiniones parece más bien inclinarse hacia una situación en que los riesgos comienzan a apuntar más bien hacia arriba que hacia abajo en materia de inflación.

A continuación, el señor Morandé señala que el temor de una recesión mundial, a partir de los precios del petróleo, está todavía sobrestimado, por lo menos a nivel de analistas de mercados del petróleo, en el sentido que los actuales precios, si se ponen en términos reales son parecidos a los que quedaron después del primer aumento de los precios en la década del 70, es decir, ese paso que hubo de US\$ 4 a US\$ 10 por barril en aquella época; los US\$ 10 dólares de aquella época son equivalentes a los US\$ 30 por barril de ahora. Nada tiene que ver con los US\$ 70 por barril, en dólares de hoy día, a que llegó en el período 1979-1980.

En segundo lugar, señala que la propia evolución de los precios durante la década del 70 llevó a una sustitución importante del petróleo por otras fuentes de energía, al punto que hoy día el uso del petróleo en las economías industriales, en relación al tamaño de sus economías, es muchísimo menor. A eso hay que agregar que hoy las economías son más de servicio que de chimenea y por tanto, hay otro elemento moderador del efecto que puede tener un aumento del precio del petróleo de la magnitud que se está observando hoy día sobre la economía mundial, como para que se provoque un riesgo de recesión tan importante, de modo que ese riesgo, si bien nunca hay que desmerecerlo completamente, está bastante acotado hoy en relación a lo que estuvo en algún momento de la historia de las últimas dos décadas.

En relación al otro punto de la inflación subyacente, manifiesta el señor Morandé que su postura siempre ha sido que en un plazo de ocho trimestres ambos indicadores se muevan en la misma dirección, por tanto, no tiene mucho sentido planear la meta en una inflación distinta a la que la gente conoce, por ahora, porque no hay ninguna manera de poder proyectar una diferencia entre los dos indicadores en ese horizonte temporal. Lo que pasa, dice, es que con esto del petróleo se ha complicado un poco ese predicamento porque la diferencia temporal entre el IPC total y el subyacente se ha ido prolongando en el tiempo en la medida que el petróleo no se normaliza en su precio. Por ahí, señala, podría ser interesante evaluar la respuesta que se hace desde esa perspectiva, pero no se va a conseguir mucho seguramente en un tiempo más, es decir, es probable que a fines del año 2001 lo que se esté hablando sea una situación totalmente inversa donde la inflación medida esté posiblemente en un 3% y la subyacente en 3,5%, tal vez esta ilusión va a ser bastante menor.

El Presidente dice que eso es precisamente lo que se está haciendo ahora, manejar el corto plazo con inflación subyacente y el mediano plazo con la inflación total. No sabe si el público lo entiende así, pero ese es otro tema.

El señor Morandé explica que hay muchos analistas que han planteado la opción de que se haga el cambio de total a subyacente completamente para monitorear y para la meta, y se les ha explicado este punto, pero dice que no lo toman correctamente y es porque justamente, en la actual coyuntura, los dos indicadores se han separado, pero no debiera ser una situación permanente. Concluye en que este asunto del precio del petróleo pasa una vez



cada quince o veinte años, o sea, no existen estos shocks de cambios rápidos tan pronunciados con mucha frecuencia.

Como consecuencia de todo lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

10-01-001010 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,0%.

Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

- " En su reunión mensual de política monetaria realizada hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,0%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen también inalterados.

El Consejo, como es habitual, analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como punto de referencia el Informe de Política Monetaria de septiembre último.

Como se había anticipado, la inflación en doce meses registrada el mes pasado (4,2%) superó el límite superior del rango meta, establecido en 4% anual. Este es un fenómeno transitorio, coherente con la proyección de inflación contenida en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Asimismo, el grueso del aumento de la inflación durante el presente año se relaciona con el comportamiento del precio internacional del petróleo y su traspaso a precios internos sin vinculación directa con la demanda en el país. Esto se manifiesta en que la evolución de los indicadores de inflación subyacente se mantiene dentro del rango meta. Es más, la normalización de los precios internacionales del petróleo y la estabilidad del tipo de cambio real contempladas en el escenario central del Informe de Política Monetaria de septiembre permiten anticipar una reducción de la inflación a partir del primer semestre del próximo año.

El examen de los antecedentes más recientes valida el conjunto de proyecciones contenido en el mencionado informe, en especial la previsión de una inflación que converge a 3% dentro del período de proyección y de una actividad económica que se recupera sin generar presiones inflacionarias. Sin embargo, persisten los riesgos considerados un mes atrás: volatilidad en los precios de los combustibles, una economía estadounidense en proceso de desaceleración y una demanda interna que sigue mostrando una velocidad de crecimiento moderada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 10
Política Monetaria
10.10.2000

18.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con toda la flexibilidad que exijan las circunstancias, de modo de confrontar los riesgos que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria de mediano plazo de la inflación en relación a su meta."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

IV. Fijación fecha Sesión de Política Monetaria del mes de abril de 2001.

Finalmente, el Presidente procede a fijar la fecha del 10 de abril de 2001, para la Sesión Ordinaria de Política Monetaria que se realizará ese mes.

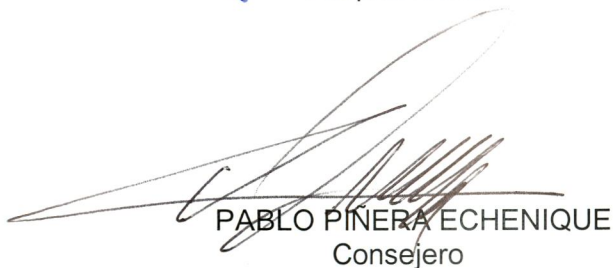
Se levanta la sesión a las 17,40 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



PABLO PINERA ECHENIQUE
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Subsecretaria de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

