



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 6
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 8 de junio de 2000

En Santiago de Chile, a 8 de junio de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del subrogante don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
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;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente Subrogante inicia la Sesión presentando a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 5 de Política Monetaria, celebrada el 9 de mayo de 2000 y el Proyecto de Minuta correspondiente a la Sesión N° 4 de Política Monetaria, celebrada el 11 de abril de 2000, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

A continuación, el Gerente de Programación Macroeconómica presenta el siguiente informe:

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

- En mayo último, la inflación medida por el IPC alcanzó a 0,2%, mientras que la inflación medida por IPCX alcanzó a 0,1% y la del IPCX1, que además excluye servicios regulados e impuestos específicos, mostró una variación nula, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,6%, 2,7% y 1,5%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en vivienda, alimentación, salud y transporte, debido a incrementos en los valores de servicios básicos (electricidad y gas licuado), en el precio de los perecibles, en el valor del bono de atención Fonasa y el residuo del aumento en el precio de la gasolina de abril último, respectivamente. Es importante destacar que, excluido el efecto petróleo, no



hay señales de cambios en la tendencia de la inflación, la que permanece controlada y por debajo de 3,0% anual.

- La composición de la inflación ha tendido a modificarse en los últimos meses, con un mayor incremento de los precios de bienes no transables, mientras que los transables muestran un descenso en su tasa de variación.
- La inflación de los bienes transables ha disminuido medio punto porcentual desde fines del primer trimestre, alcanzando una variación de 2,5% en mayo último (a/a). No se observan señales de una recuperación en los márgenes de comercialización, a pesar del aumento experimentado por los precios de las importaciones de consumo en el primer trimestre y de la depreciación del peso en relación con el dólar y en menor magnitud en relación con otras monedas (TCM y TCM5) observada entre marzo y mayo. Los precios de los bienes durables y en particular por el rubro de equipamiento de la vivienda (electrónica, línea blanca y otros afines) han mostrado disminuciones importantes de sus precios en el último año, y sólo es destacable el aumento que ha mostrado el precio de los automóviles nuevos, del orden de 7% (a/a). En conjunto, el IPCTX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación de -0,4% (a/a) durante mayo.
- Los precios mayoristas han sido afectados tanto por el aumento en el precio del petróleo como por la depreciación del tipo de cambio. En mayo el incremento del IPM total alcanzó a 11,7% en doce meses, cifra que se compara con el 9,9% observado en abril. Este incremento respondió en gran parte al comportamiento del IPM importado, el cual observó una tasa de variación en doce meses de 11,3% en mayo, es decir, 3 puntos porcentuales por encima de la del mes pasado. Este incremento 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 no transables ha mostrado 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, como la electricidad o los servicios telefónicos, cuya inflación ha pasado de tasas negativas, del orden de -1% al 5,7%. Estos aumentos 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, desde 2,5% a principios de año a 3,4% en mayo último, reflejando el comportamiento de las remuneraciones nominales.
- La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó una leve disminución entre marzo y abril, de 5,3% a 5,2% (a/a), mientras que el costo de la mano obra presentó un descenso algo mayor, desde 5,1% a 4,8% (a/a), aunque normalmente esta variable presenta un comportamiento más errático. Asimismo, los salarios privados mantuvieron un ritmo de crecimiento constante de 4,4% (a/a). Estas cifras, que ya incluyen parte de los reajustes asociados al incremento del IPC del primer trimestre, ponen una pausa a la tendencia de ascenso que habían mostrado los salarios en los dos meses anteriores. Esta pausa es coherente 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, lo que disminuye el impacto sobre los costos del aumento salarial. Es probable que en mayo se observe un aumento más significativo de las remuneraciones nominales por el aumento del salario mínimo y de los reajustes adicionales asociados al efecto "petróleo".
- Para junio se proyecta una inflación IPC del orden de 0,1-0,2% (m/m), con lo cual a fines del segundo trimestre la inflación IPC será del orden de 3,7% (a/a) y en promedio alcanzaría a 3,6%. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento algo menor durante el mes de junio, por lo que la inflación subyacente alcanzaría a 2,7% en promedio a fines del

40



segundo trimestre. Ambas cifras son similares a la estimación que se realizó en mayo último. En todo caso, estas estimaciones no incorporan una posible corrección a los límites del FEPP, en línea con los mayores precios que se observan en los mercados internacionales. Esto se discute en la sección II.4.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario internacional

- Se mantiene la volatilidad de los mercados financieros internacionales al compás de los antecedentes relativos a la economía de Estados Unidos de América. Tal como se esperaba, la Reserva Federal elevó su tasa de interés objetivo en 50 puntos base en mayo último, para dejarla en 6,5%. Los antecedentes más recientes de la economía norteamericana muestran señales de una desaceleración gradual de la actividad. La tasa de desocupación en los Estados Unidos aumentó en mayo a 4,1% - dos décimas por sobre su nivel de abril - lo que reflejó un aumento en los niveles de empleo muy por debajo de lo esperado por analistas. En la misma dirección, en mayo se observó un aumento de las remuneraciones por hora por debajo de lo esperado, de sólo un 0,1%. Estos antecedentes y otros relativos a la producción manufacturera, actividad en la construcción y consumo de bienes durables han llevado al mercado a postergar las expectativas de una nueva alza de tasas en la próxima reunión a fines de junio (27 y 28 de junio) y el consenso de mercado señala un alza de 50 puntos base adicionales en lo que resta del año.
- Los mercados financieros reaccionaron favorablemente frente a estas noticias a lo largo de la semana recién pasada. Los índices accionarios anotaron fuertes alzas, particularmente aquellos asociados con los sectores tecnológicos como el NASDAQ, el cual acumuló durante la semana un aumento de 19%. De la misma forma, las perspectivas de alzas más moderadas de tasas de interés por parte del FED afectaron positivamente al mercado de bonos de gobierno: las tasas de los bonos a 10 años cayeron alrededor de 20 puntos base, hasta 6,10%. Finalmente, el dólar se depreció cerca de 5% frente al Euro.
- Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo favorables. Se afirma la expectativa de un aterrizaje suave de la economía norteamericana, aumenta el dinamismo en Europa, pero la velocidad de recuperación de las economías emergentes de Asia y América Latina se moderó durante el primer trimestre.
- Por su parte, desde la publicación del informe de política monetaria de mayo el premio soberano de Chile ha fluctuado en torno a los 230 puntos base, valor coherente con el escenario base allí descrito.
- Luego de que durante el mes de abril el precio del petróleo se situara en torno a los US\$23 por barril (Brent), en línea con lo previsto en el escenario base del informe de mayo, éste aumentó en forma sostenida durante el mes de mayo, situándose incluso en niveles cercanos a los US\$30 por barril. Recientemente la OPEP anunció posibles aumentos de producción, lo que es consistente con su anunciado objetivo de mantener el precio del petróleo dentro de una banda entre US\$22 y US\$28 por barril. El 21 de junio se realizará una reunión de la OPEP, pero no está claro si en esa instancia se decretarán aumentos en la producción de crudo. Hasta la fecha no se ha observado una moderación de los precios en el mercado spot, sino sólo una leve caída a niveles cercanos a los US\$28 por barril. Los precios de los mercados futuros se han movido al alza, situándose en valores algo inferiores a US\$27 por barril durante lo que queda del año 2000 y en torno a US\$24 por barril durante el año 2001. Es decir, el mercado sigue esperando una tendencia decreciente pero a niveles superiores a las expectativas que se observaban al cierre del informe de política monetaria.
- El precio del cobre continúa fluctuando alrededor de los 80 centavos la libra, y el precio de la celulosa se mantiene muy elevado, en torno a los US\$670/TM.

4
[Handwritten signature]



2. Mercados Financieros en Chile

- Entre abril y mayo, se elevaron las tasas de interés de los pagarés de corto y largo plazo del Banco Central. El PRBC90 se elevó en cerca de un cuarto de punto porcentual en promedio mientras que la tasa del PRC8 se elevó 13 puntos base en promedio. Esta evolución indica una expectativa de aumentos en la tasa de política monetaria, en el caso de las tasas de corto plazo, y el impacto del aumento de las tasas en el exterior, en el caso de las de largo plazo. Asimismo, la pendiente de la curva de tasa de política futura se ha incrementado marginalmente desde el cierre del informe de mayo, anticipando una tasa de política monetaria en torno a 6,5% a fines de año y un aumento de la tasa de política monetaria en alrededor de 50 puntos base hacia fines del tercer trimestre. Los antecedentes relativos a la encuesta de expectativas financieras se conocerán a fines de esta semana.
- Cabe destacar que la mantención del mayor nivel de las tasas de interés reales de largo plazo, por sobre 6,6%, implica condiciones monetarias más restrictivas que las supuestas en el Informe de mayo y por ende puede afectar negativamente las proyecciones de crecimiento económico, toda vez que el escenario base considera una tasa real de largo plazo menor a ese valor a partir del tercer trimestre de este año.
- El tipo de cambio peso/dólar ha fluctuado en torno a \$524 durante los últimos 10 días hábiles antes del cierre de este informe mensual y el tipo de cambio multilateral de las principales cinco monedas ha alcanzado un nivel de 116,2 durante igual período. Esto significa que desde el cierre del informe de mayo el peso se ha depreciado 2% en relación con el dólar de Estados Unidos de América y 1,7% en relación con respecto de una canasta más amplia de monedas de países desarrollados. El nivel actual del tipo de cambio es algo mayor al punto de partida en el Informe de mayo, pero la trayectoria de depreciación posterior es similar. 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 precio de los futuros peso-dólar a un año se encuentra en \$541 y el valor futuro del tipo de cambio multilateral de las principales cinco monedas a un año alcanza a 122. Los antecedentes relativos a la encuesta de expectativas financieras se conocerán a fines de esta semana.
- Por otra parte, dado que se mantiene la volatilidad de los mercados financieros internacionales, los riesgos relativos al tipo de cambio están más inclinados en el sentido de un debilitamiento del peso que en la dirección contraria. En síntesis, el escenario base para el tipo de cambio parte de un mayor nivel, pero la trayectoria de depreciación es similar. Las presiones inflacionarias asociadas a precios importados no se ven mayormente afectadas.
- Los agregados monetarios más líquidos (circulante y M1A) mostraron una disminución durante el mes de mayo. No obstante, para los agregados monetarios más amplios (M2 y M7) se mantuvo la señal de recuperación que se observaba en abril. Similar comportamiento mostraron las colocaciones efectivas totales.
- Si se observan los componentes del crédito al sector privado (datos sólo hasta abril), se nota una evolución más lenta del crédito a empresas, situación que es coherente con la ausencia de un repunte visible en la inversión fija. El crédito a personas, por su parte, muestra una estabilidad en su componente de crédito a vivienda, coherente a su vez con la lenta recuperación de las ventas de nuevas viviendas, pero un aumento en el margen del componente de crédito de consumo.
- En conclusión, las señales provenientes del comportamiento de los agregados financieros son mixtas, pero levemente más optimistas que las observadas en meses previos.

P
m



3. Demanda y Oferta

- En general, el diagnóstico de recuperación gradual contenido en el Informe de Política Monetaria de mayo 2000 persiste: el crecimiento del gasto agregado durante el primer trimestre (5,4% a/a) se sustentó en una recuperación de los componentes de consumo y acumulación de inventarios de la demanda, mientras que la formación bruta de capital mostró una caída cercana al 5%. Las exportaciones mostraron un elevado crecimiento durante el mismo período, que ha continuado durante abril y mayo, con un crecimiento anual en este último mes de 34% en términos de valor. Por su parte, las importaciones no-petróleo siguen en una trayectoria de aumento, con tasas de crecimiento anual durante mayo de 28%. En este ámbito destaca que en el margen el crecimiento de las importaciones no-petróleo también abarca a las importaciones de bienes de capital.
- Los indicadores de gasto interno son coherentes con esta recuperación gradual, más marcado en el consumo durable e inventarios. Durante abril, las importaciones de bienes de consumo alcanzaron 276 millones de dólares, un 40% por sobre el nivel observado en el mismo período de 1999. Las ventas de bienes durables y de automóviles crecieron en el mismo período 14% y 28% respectivamente. No obstante lo anterior, estos indicadores se encuentran aún por debajo de los niveles observados antes de 1999. El consumo de bienes habituales también se ha recuperado, pero a una velocidad algo menor. Así, las ventas de supermercados y de comercio en general crecieron durante abril un 13% y un 7,4% respectivamente, lo que representó también un crecimiento respecto de los valores observados en meses previos.
- La producción y las ventas industriales no cobre se expandieron 2,9% y 5,7% respectivamente en abril, lo que refleja una desaceleración respecto al crecimiento observado entre el cuarto trimestre de 1999 y el primer trimestre del 2000.
- El comportamiento de la inversión sigue presentando un cuadro congruente con lo señalado en el informe de mayo. En general, no se observan signos importantes de recuperación de la formación bruta de capital: los permisos de edificación de establecimientos aún se encuentran bajo los niveles de un año atrás, y si bien la edificación autorizada de vivienda muestra niveles algo más elevados (5,5% a/a en abril), éstos están por debajo de los observados en el cuarto trimestre de 1999. Las ventas de bienes de capital de la industria se encuentran casi un tercio por debajo de lo observado en abril de 1999, y el reciente crecimiento de las importaciones de bienes de capital (15,1% a/a en el trimestre febrero-abril) está lejos de compensar la fuerte caída entre 1998 y 1999.
- La evolución reciente del mercado laboral también refleja la recuperación gradual de la demanda. En efecto, después de caer de forma sostenida desde el tercer trimestre de 1999, en el trimestre móvil febrero-abril la tasa de desocupación total aumentó de 8,2% a 8,5%, lo que en parte se explica por factores estacionales, a la sustitución de empleos en el sector privado por empleos en los programas municipales, y finalmente al menor dinamismo de la creación de empleo en la industria y la construcción.
- Las novedades en materia de política fiscal se refieren a la información al primer trimestre de este año. El gasto con impacto macro aumentó un 5,4% (a/a), por sobre la meta de 3,2% para el año como un todo. Esta diferencia se explica por los gastos derivados de la segunda vuelta electoral y por el impacto de los planes de empleo, inexistentes a principios del año anterior. Destaca asimismo la importante recuperación de los ingresos tributarios, los cuales crecieron 12,9% (a/a). Con todo, el superávit fiscal durante el año móvil que incluye desde el segundo trimestre de 1999 al primer trimestre de 2000 alcanzó a 0,4% del PIB, pero dentro de esta cifra se incluye el impacto de los ingresos extraordinarios en el primer trimestre del 2000 por la privatización de las sanitarias, que alcanzaron 475 millones de dólares. Si se excluye este efecto, el déficit fiscal alcanzó a 1,1% del PIB, y 2% si se excluyen de los ingresos los giros provenientes del FEC.

4
93



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Las estimaciones para el crecimiento del IMACEC durante abril (en torno a 6,5% a/a) se encuentran dentro de lo previsto para el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre, esto es 6,2% (a/a).
- Las perspectivas de crecimiento del PIB están en línea con lo previsto en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000, con un crecimiento ligeramente superior a 6% durante los próximos 24 meses, condicional a una trayectoria de la política monetaria estable en 5,5%. El balance de riesgos respecto de esta proyección central está más balanceado que en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000, puesto que es más probable que la economía norteamericana logre un aterrizaje suave.

4. Precios Específicos

- Se estima que los límites del FEPP, en particular los que se refieren a la gasolina y al petróleo diesel, podrían experimentar un aumento en las semanas o meses venideros, en torno al 10%. Considerando este incremento, la proyección de inflación medida por el IPC podría elevarse en alrededor de 0,3% para el presente año, que refleja el efecto de primera vuelta en el IPC. El efecto sobre la inflación del 2001 dependerá de la persistencia de los actuales precios. Si los precios se mantuvieran en un mayor nivel podría sumarse otra décima a la proyección del IPC del 2001 por el gatillo de un aumento en el precio de las micros. Además están los eventuales efectos de segunda vuelta.

5. Expectativas de Inflación

- Las expectativas inflacionarias del sector privado según la encuesta de expectativas de mayo se han movido marginalmente al alza entre abril y mayo, ubicándose levemente por encima del 4% hacia fines de año. En forma coherente con estas expectativas, el premio pagado por papeles nominales versus reajustables a 1 año ha subido desde 3,9% a 4,3%. Cabe destacar que las expectativas hacia el 2001 se han mantenido estables en 3,5%. Los antecedentes relativos a la encuesta de junio se conocerán a fines de esta semana

III. 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 último: consistente con una tasa de política monetaria de 5,5% en el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual algo mayor que 6% en el curso de 2000 y el 2001, sin generar presiones inflacionarias. Por su parte, la inflación total se ubicaría por encima de 4% hacia fines de año y la inflación subyacente sería levemente inferior a 4%, presentando una trayectoria de convergencia a niveles cercanos al 3% a lo largo del año 2001.
- Sin embargo, los efectos de corto plazo de aumento de la inflación IPC e IPCX pueden acentuarse. Los riesgos asociados a este escenario base han cambiado. En primer lugar, el comportamiento reciente del petróleo en los mercados internacionales hace previsible un nuevo aumento en las paridades del FEPP. Éstas pueden tomar la forma de un ajuste discreto previo a la entrada en funcionamiento de la nueva regla que rige al FEPP, pero no es descartable que esta regla comience a operar con las paridades actuales, lo que conllevaría un ajuste más gradual del precio doméstico hacia la paridad internacional. La incidencia directa de este ajuste de paridades puede alcanzar hasta 0,4% anual, lo que incorpora un aumento adicional en las tarifas de la locomoción colectiva.
- Estos efectos son transitorios, pero desde la perspectiva de la política monetaria es importante cautelar que no gatillen efectos en cadena en otros precios y en las expectativas inflacionarias. Hasta ahora los aumentos de precios de combustibles de principios de año han tenido un impacto menor sobre el resto de los precios de la economía, pero la

4
19



acumulación de aumentos podría modificar el escenario. Este es un factor de cuidado que debe continuar bajo observación, porque podría alterar las proyecciones de mediano plazo del IPC y no sólo las proyecciones de corto plazo.

- En segundo lugar, hoy es más probable un aterrizaje suave de la economía norteamericana, lo que si bien acota la magnitud de futuros aumentos en las tasas por parte del FED, no atenúa la posibilidad de mayores grados de turbulencia en los mercados financieros internacionales y puede implicar mayores fluctuaciones de corto plazo en el mercado cambiario.

A continuación, el Presidente Subrogante ofrece la palabra para comentarios y opiniones sobre el diagnóstico de la economía.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta lo siguiente: "Coincido plenamente con la conclusión del informe de Luis Oscar (Herrera) en el sentido de que uno de los mayores riesgos que enfrentamos es la mantención del alza del precio del petróleo por un período mayor, difiero quizás de la intensidad de apreciación de ese riesgo en lo que está implícito en la impresión de Luis Oscar, creo que hoy día es cuando se presenta una diferencia mayor entre la situación que representa al mercado, que es un precio de petróleo entre US\$ 28, US\$ 29 o US\$ 30 por barril en la última semana, spot, por una parte, y nuestro precio petróleo en el escenario base del Informe de Política Monetaria que era US\$23 por barril y sigue siendo US\$23 por barril hasta la fecha. La misma diferencia mayor se aprecia en el registro de los precios futuro - eso está en el informe de ahora - son US\$ 27 por barril para el año 2000 y US\$ 24 por barril para el 2001, que es bien distinto de lo que estaba a futuro hace uno o dos meses atrás. Por tanto, yo diría que estamos bastante alejados, hoy día, en las proyecciones precio petróleo, y por tanto las proyecciones de combustibles, y por consiguiente el efecto de primera vuelta y de segunda vuelta en el escenario base del Informe de Política Monetaria y por eso, creo que el ejercicio que hace Luis Oscar en su informe, que refleja la posibilidad de que por dos dólares de alza, tengo entendido, entrega US\$ 25 por barril en el escenario base, tendríamos 0,3% de menor inflación el año 2000. Se hace no solamente necesario, sino que perentorio ese ejercicio y podría, de hecho, ser el escenario base o estar incluso por debajo de lo que sería el escenario base a la luz de los precios spot de los precios futuros actuales que se manejan para este año.

Sobre los efectos de la segunda vuelta, tengo entendido que no están incluidos en ese 0,3% adicional por un alza solamente de dos dólares, de US\$ 23 a US\$ 25 por barril y Luis Oscar mencionó que no habría habido mucha evidencia de efecto de segunda vuelta de lo cual difiero. Es verdad que es muy difícil hacer un escenario contrafactual, pero de haber efecto de segunda vuelta, sin ninguna duda por la reajustabilidad que hay en Chile en precios no transables, más allá de los precios administrados y a través de reajustabilidad de salarios nuevamente habría una presión adicional que podríamos llamar de tercera vuelta sobre los precios no transables domésticos, no me cabe la menor duda que hay efectos de segunda y/o tercera vuelta, de ahí que sea difícil cuantificar todo el problema. Tuvimos el 0,3% de elasticidad frente a un alza de dos dólares de US\$ 23 a US\$ 25, que me parece bajo respecto al escenario actual, es claramente el piso de lo que es la elasticidad de una inflación respecto a un alza, porque excluye los efectos de segunda y tercera vuelta. En resumen, creo que el riesgo de que haya una mayor inflación producto de un alza sostenida del precio del petróleo, no solamente es mucho mayor que hace un mes o hace dos meses, sino que creo que es bastante mayor que el 0,3% del ejercicio de Luis Oscar que lleva el precio de US\$ 23 US\$ 25 y además excluye efectos de segunda vuelta."

El Gerente de Programación Macroeconómica, señor Herrera, hace las siguientes precisiones sobre el comentario. Respecto al ajuste de US\$ 23 a US\$ 25 por barril, dice que la verdad es que es sólo como referencia, pero en algunos casos es mayor, el ajuste



BANCO CENTRAL DE CHILE

está hecho a nivel precios de combustibles específicos y hoy en día el precio de la gasolina está muy disparado respecto a su nivel normal, aún considerando los precios actuales del petróleo, o sea, el precio relativo de la gasolina respecto al petróleo es bastante elevado, lo que significa que el aumento en el componente gasolina, que es el más importante, es bastante más alto que el equivalente US\$ 23 a US\$25. Es posible, agrega, que hoy día el precio de la gasolina esté incluso por encima de su nivel de largo plazo en los mercados internacionales. En los mercados internacionales el precio de la gasolina está muy disparado respecto al resto de los precios de los combustibles, y aquí se está haciendo un ajuste respecto al precio de la gasolina, no respecto al precio del petróleo. La referencia US\$ 23 a US\$ 25 se pone en términos como referencia en general, pero el análisis se hace precio por precio, por lo tanto ahí el ajuste es mayor.

Sobre los efectos de segunda vuelta, señala el señor Herrera que la intención de la minuta no es ignorarlos sino que esos efectos se pueden observar no sólo a nivel de los precios sino que también a nivel del comportamiento de las expectativas que ya se están midiendo a través de hechos independientes como son los diferenciales de tasa de interés nominal o las expectativas. En esas dos mediciones, dice, no se ha visto efecto de segunda vuelta, o sea, a pesar de estos incrementos del primer trimestre, las expectativas de inflación medidas por encuestas de expectativas y por el diferencial de las tasas nominales reajustables, se han mantenido prácticamente constantes. Señala que podrían haber novedades por la acumulación de este efecto. Si se acumulan muchos aumentos se podría observar finalmente que efectivamente se produzca una situación de quiebre en las expectativas inflacionarias, pero piensa que si se da eso, va a ser un proceso más gradual que algo que se observe de un momento a otro y en ese sentido, el hecho de no incluir todos los efectos de segunda vuelta, que podrían llegar hasta a duplicar ese primer efecto en su primera vuelta, es en la perspectiva de que se puede ir observando en el tiempo y no es necesario incorporarlo de inmediato en el análisis.

El Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza, comenta lo siguiente respecto a la economía americana: "En el informe de política monetaria el escenario que había era de un aterrizaje suave y el supuesto era que la tasa de interés del FED iba a llegar a fin de año, en torno a 6,75%. Hoy día, si uno mira los futuros de la tasa FED hacia fin de año, efectivamente está más cerca de 6,75% que de 7%, está un poquito bajo 7% y todavía tiene incorporado un premio por riesgo, entonces, hoy día efectivamente los precios de mercado están mostrando un aterrizaje suave. Tal vez el elemento que no se consideró ahí es que puntualmente durante la última semana esto ha tenido un efecto sobre el precio del cobre, la desaceleración de la economía americana ha implicado menor demanda por cobre y esto ha tenido un efecto sobre el precio del cobre. Si uno mira hoy día respecto a la proyección que hay en el informe, estamos suponiendo que vamos a llegar a un aumento mucho más fuerte el segundo semestre. En general las proyecciones del mercado son que efectivamente eso se va a dar, un aumento del precio del cobre en el segundo semestre de tal manera que nosotros estaríamos dentro de lo proyectado, pero en la medida que se desacelere la economía americana eso se va haciendo cada vez más difícil."

A continuación, el Gerente de División Estudios, respecto a las proyecciones de inflación, manifiesta lo siguiente: "Estuvimos jugando un poco con los dos supuestos habituales respecto a la forma en que la gente toma sus expectativas. Hasta ahora hemos usado los esquemas de expectativas más bien adaptativas para hacer las proyecciones, lo cual tiene implícito algún efecto de segunda vuelta indirecto, pero también hemos hecho simulaciones con un supuesto que es de tipo emocional, sobre la base que en cierta forma después de la publicación del informe de inflación y todo el esfuerzo que se ha hecho por transparencia en la política monetaria, es más posible pensar que la gente en el futuro va a tener expectativas más racionales que explicativas dentro de lo que es esta forma de poner las cosas en el modelo y hay diferencias en cuanto a los resultados que arroja el modelo en términos de proyecciones. Según si uno haga un supuesto u otro en cuanto a las expectativas, la diferencia puede ser entre 0,2 a 0,5 décimas porcentuales más de inflación para este año,



pero obviamente mientras más racionales sean las expectativas menor es el efecto, es más parecido al efecto directo, únicamente, a que si suponemos que las expectativas son adaptativas."

El Gerente General se refiere a la parte de las conclusiones diciendo: "Me parece que estamos en un problema algo mayor del que se desprende de este informe, en el sentido de que en el tema inflacionario aparentemente hay elementos que están haciendo que la inflación, por lo menos la medida, puede ser mayor que la que estaba proyectada con anterioridad. Pero eso se da simultáneamente en un cuadro que es por lo menos preocupante en términos del crecimiento de la economía, porque hay una serie de elementos que están mostrando que se está desacelerando la demanda y la producción, en algunos casos. Ahí echo de menos un diagnóstico más integrado, porque en la parte desaceleración del crecimiento, solamente se establece que eso está sucediendo, pero no hay un intento de explicar por qué podría estar sucediendo. Ese cuadro realmente no es muy alentador en este momento, porque se nos están dando situaciones un poco desfavorables por los dos lados, la inflación y el crecimiento. Creo que no nos podemos centrar tanto, casi exclusivamente, en la perspectiva de la inflación sino también mirar con detenimiento qué está pasando en la economía real."

El señor Ministro de Hacienda manifiesta lo siguiente: "Coincido con el sentido que está dando Camilo en su reflexión, aunque es inevitable que uno vea las cosas desde el frente un poco distintas. Para mí, los más grandes puzzles de lo que está ocurriendo con la política monetaria, en el sentido del presente y del futuro, es la curva de rendimiento y las tasas de interés de corto plazo implícitas. Por ejemplo, para un papel con duración de cuatro años, la pendiente de tasa de interés corta no me calza con los fundamentos que veo de la economía. Quizás eso está relacionado a que el mercado, no obstante vuestros muy valorables esfuerzos en materia de comunicación, sigue pensando que la futura reacción del Banco Central está de algún modo todavía predominantemente ligada a la inflación medida más que a la inflación subyacente y la prueba está en que hemos discutido fundamentalmente sobre esa medida y no sobre la subyacente."

Cuando miramos la inflación subyacente que, a mi modo de ver, es lo que ustedes han planteado como vuestra medida más exacta de definición de la política monetaria, y si sacamos el precio petróleo y excluimos elementos de cambios tarifarios que nada tienen que ver en realidad con los elementos de propagación, el IPCX1 se ha mantenido constante y si acaso con una leve tendencia a la baja, entonces uno se preguntaría por qué está ocurriendo esto. Creo que el punto que decía Klaus Schmidt-Hebbel es cierto en el sentido de que hay un conjunto de mecanismos, particularmente la indexación, que hacen que los efectos de segunda o tercera vuelta sobre el resto de los precios de la economía sea positivo en algún momento. La pregunta es por qué no ha sido positivo, a pesar de los dos shocks importantes del petróleo y el que pudiera venir, y eso creo que tiene que ver con la situación de la economía real. Pienso que la economía real ha tendido a suavizar su crecimiento, el gasto ha estado por debajo de lo que anticipábamos y en ese sentido, la presión de costo que pudiera venir por el efecto de indexación de segunda o tercer vuelta, ha sido anulada total y completamente en lo que va corrido del año. Si pensamos que los indicadores apuntan si algo, a que esa demanda efectiva está creciendo a un ritmo quizás más débil de lo que lo hacía en el pasado, la conclusión que yo extraigo es que es probable que el IPCX1 continúe estable y con menor probabilidad de curvar hacia arriba, de tal suerte que mi lectura del conjunto de las cifras es que si bien a nivel del IPC pueden tejerse variadas hipótesis sobre lo que podría ocurrir en distintos escenarios del precio doméstico del petróleo, a nivel de la inflación subyacente bien medida yo no observo tendencia al alza alguna."

El Gerente de la División de Estudios señala lo siguiente: "Estaba pensando lo que decía Camilo en el sentido de qué explica la aparente desaceleración y lo que después señalaba el Ministro en cuanto a la estructura de tasas de interés. A lo mejor el problema que tenemos es que no hay suficiente volatilidad cambiaria que pueda, de alguna manera, permitir



una brecha entre las tasas internas y externas. Cuando uno mira gráficos, ese que compara el T-Bill a 10 años americano ajustado por premio soberano y no ajustado por premio cambiario, se ve que la diferencia es mínima y las tasas largas acá tienden a seguir estrictamente el comportamiento de las tasas largas norteamericanas, con lo cual estamos un poco con tasas de interés que se parecen a una economía que está tratando de frenar el crecimiento, como es la de Estados Unidos, no una que está tratando de acelerar el crecimiento como es la economía chilena. Estamos en fases distintas del ciclo, entonces, lo que habría que pensar mejor es por qué el tipo de cambio no está cumpliendo el rol de amortiguador ahí para poder generar esa brecha de tasas de interés que nos permita un poco independizarnos de la fase del ciclo americano, para poder realmente acelerar más el crecimiento de la economía chilena. Cuando uno mira la variabilidad del tipo de cambio en Chile y la compara con las grandes monedas, en realidad es muchísimo más chica. Aquí nos sorprendemos cuando el tipo de cambio pasa de \$ 510 a \$ 530 por dólar, la gente se empieza a poner nerviosa y estamos hablando de un cambio que es de 3%, en circunstancias que el euro versus el dólar o yen, los dos tienen variaciones de 10% a 15% en un año como algo relativamente normal y habitual. Tal vez por ahí habría que mirar qué es lo que está pasando como para entender esta combinación de cosas que estamos obviando, una política monetaria que en el papel aparece como expansiva con 5,5%, en la práctica no lo es por esta vinculación que hace uno a uno de las tasas de interés respecto al resto del mundo.”

Al señor Ministro de Hacienda le parece interesante el punto que ha desarrollado el señor Morandé, y dice: “De verdad es notoria la estabilidad del tipo de cambio en un ambiente de tanta volatilidad de los stocks, de percepciones sobre el estado de recalentamiento de la economía americana, y por tanto de las tasas de interés de plazos más largos en la economía americana. Había una indicación de 50 puntos base como probables, y ahora hay 5 puntos base en lo que queda del año. En general, yo estoy en el ala más pesimista desde el lado de las tasas, no así desde el lado del crecimiento. Creo que el crecimiento de la economía americana va a continuar fuerte, pero creo que para pararlo van a necesitar mayores tasas de interés. Por qué se mueven todas esas variables nominales y el tipo de cambio en Chile permanece admirablemente estable? lo que se mueve más es el PRBC90, o sea, de alguna forma esta economía como que tiende a comportarse más cercana a la economía de tipo de cambio fijo, y mayor puntos de tasa de interés y relativamente menor de tipo de cambio.”

El Consejero señor Desormeaux aclara, con respecto a lo dicho, que cuando se comparan tasas reales con tasas reales, el tipo de cambio de que se está hablando es el tipo de cambio real.

El Gerente de Programación Macroeconómica, señor Herrera, señala que también hay medidas directas de lo que son expectativas de aumento de tasa a nivel de los analistas y a nivel del sistema financiero, y esas son tasas del orden del 6%, convergiendo a tasas del 6% y 6,25%, para fines de este año y fines del próximo, todavía bastante moderadas.

El señor Ministro de Hacienda señala que una cosa son los analistas y otra cosa es el mercado y no siempre son iguales.

El señor Herrera explica que dentro de esta encuesta están incluidos los gerentes de finanzas, los gerentes de las AFP, todos los actores del mercado de renta fija, además de los analistas. Señala que entre ellos no hay gente que esté pensando que las tasas van a subir a corto plazo a niveles del 7% y eso explique que las tasas largas estén en esos niveles. Las expectativas que hay para fines de año son tasas entre 5,9% y 6,2% y para fines del 2001 entre 5,9% y 6,5% y no hay en el mercado hoy día una percepción de que el Banco Central va a sobre reaccionar o a reaccionar muy fuertemente ante la señal de inflación, sino que más bien lo que parece una hipótesis más plausible es que las condiciones internacionales, como se discutía recién, son más relevantes para estos efectos.



El señor Herrera, refiriéndose al punto mencionado por el Presidente Subrogante, dice: "Creo que también hay que ser moderado en cuanto a lo que puede lograr la política monetaria para las tasas de interés de largo plazo. La política monetaria puede afectar las tasas de interés de corto plazo, pero su poder para afectar las tasas largas, aún bajo flotación, es moderado. En términos del arbitraje, un diferencial de 1%, por ejemplo, para la tasa de un PRBC a 20 años con una duración de 10 años, equivale al 10% de expectativas de apreciación o depreciación, o sea, cuando estamos hablando de 80 ó 100 pesos, quizás, no son niveles que simplemente se puedan adaptar con variaciones del tipo de cambio, porque ciertamente van a tener consecuencias inflacionarias y de otro orden, por lo tanto, creo que no nos podemos aislar de esa situación internacional, y la situación internacional es que hoy día tenemos una demanda fuerte en el exterior que ha permitido un crecimiento fuerte también de las exportaciones en Chile. Hay que rescatar dentro de esta película negativa, en relación a los factores de demanda interna, quizás faltó colocar para un escenario más completo que hay una demanda externa que está muy positiva y la contraparte es que tenemos condiciones de financiamiento externo más caras y la demanda interna tiene un crecimiento más moderado, hay un cambio de composición al interior de la demanda total entre demanda externa y demanda interna. Lamentablemente en la presentación nos concentramos mucho en la parte demanda interna, pero hay otra contraparte que sí está más dinámica que es la parte externa."

El señor Ministro de Hacienda dirigiéndose al señor Herrera, manifiesta lo siguiente: "Quisiera insistir en que hay una diferencia entre los analistas y el mercado, la diferencia es obvia: hacer un análisis puede tener comprometido el prestigio, invertir tiene comprometido el dinero. Es muy frecuente ver en los mercados internacionales diferencias entre lo que los analistas piensan y lo que los mercados indican. Por ejemplo, en todas las fases en que el euro comenzó a perder valor, partió de 1,12 dólares por euro, era corriente ver en todos los análisis internacionales, dado el rezago en las reformas estructurales europeas, que el euro debía seguir debilitándose. Pero la tasa del Banco Central Europeo era notoriamente más baja que la tasa del FED lo que obviamente, desde un punto de vista de arbitraje, hubiera indicado inmediatamente que se tuviera que caer el euro y eso no ocurrió, o sea, claramente el mercado estaba en una posición más conservadora respecto del potencial de fortalecimiento del dólar respecto del euro que lo que estaban los analistas. Esto no es infrecuente, y a nivel de lo que dice la curva de mercado, no lo que dicen los analistas, la percepción de alzas en la tasa de instancia monetaria, en el plazo medio, es relativamente sorprendente, y eso puede deberse a cualquiera de dos o tres factores. El primero, que la economía vaya a ir muy rápido en el futuro y por lo tanto, el Banco tenga que actuar para limitar el crecimiento de la demanda agregada. Una variante de eso podría ser que hay falta de credibilidad todavía en la política fiscal, pero me inclino a creer poco en esta hipótesis. La segunda, es que las turbulencias externas pudieran implicar una presión sobre la divisa y que el Banco reaccionara fuertemente a esa presión por el lado de las tasas, hipótesis a la que estoy más inclinado."

A continuación, el Presidente Subrogante manifiesta lo siguiente: "Tengo dos comentarios. El primero, creo que el diagnóstico que estamos haciendo claramente incorpora un aumento de la probabilidad de ocurrencia de un precio del petróleo más elevado de lo que teníamos considerado en el informe del mes pasado. Al mismo tiempo, junto con el aumento de la probabilidad de ocurrencia de ese hecho, creo que también eso es coherente con decir que, el efecto o el daño que eso pueda producir en la economía, es tal vez menor del que teníamos considerado cuando comenzamos a analizar el efecto del petróleo en enero, o sea, nuestra primera duda respecto al precio del petróleo partió a fines del año pasado, pero especialmente en las reuniones del mes de enero, en donde observamos un inminente aumento en el precio doméstico y los diagnósticos que en ese momento hicimos, respecto de cuál es el efecto de ese aumento en el precio, a los efectos que efectivamente hemos observado en los cinco o seis primeros meses del año y a los efectos que hoy día podemos anticipar, diría que son más moderados hoy día de lo que eran originalmente, por lo tanto, mi primera observación en ese sentido es que efectivamente tenemos un aumento en la probabilidad de ocurrencia del precio del petróleo, del precio interno de los combustibles. No



sabemos exactamente con certeza que eso pueda ocurrir, pero la probabilidad de que ocurra es mayor, sin embargo, en la experiencia de nuestro debate podemos hoy día afirmar que el efecto que esto pueda producir en términos de inflación doméstica hoy día está más moderado. Ese es mi primer elemento incorporando tanto el precio actual como la evidencia de un juicio que hay que destacar. En la primera parte del informe que presentó la Gerencia de Estudios, se destaca la evolución reciente de la inflación. Resulta que la inflación reciente está por debajo de lo que nosotros mismos habíamos anticipado hace dos meses atrás, habiendo ocurrido el precio de shock petrolero, donde el efecto directo se excluye del IPC, pero muchos efectos casi directos están en el IPCX y también efectos de segunda vuelta en el IPCX1. Destacaría ese primer elemento.

El segundo elemento es que nosotros no hemos tenido todavía plenamente incorporado, porque lo hemos ido cambiando en nuestro diagnóstico, es el riesgo de una demanda interna menos fuerte. Este riesgo no estaba en nuestro análisis en la primera reunión de diagnóstico y en el informe de política monetaria se fue incorporando, o sea, gradualmente en la medida que fue pasando el tiempo, cuando estuvimos preparando el informe de política monetaria, fuimos incorporando este riesgo de una demanda interna menos dinámica. Creo que ese evento es un segundo elemento que ha ido aumentado de probabilidad. En la reunión de febrero y en enero también, en algunos momentos hablamos de que acá el riesgo mayor era de una expansión excesiva del gasto, en la reunión de enero, teníamos la duda, pero si había un riesgo era la expansión excesiva del gasto, si bien no era relevante en nuestra decisión de política en ese momento, pero el riesgo estaba más inclinado hacia ese lado. Posteriormente se neutralizó y a mi juicio de todo esto, particularmente del punto que levanta Camilo más explícitamente, es el riesgo de una demanda interna más moderada. Qué es lo que explica o cuál es la razón?, creo que todavía estamos en un plano de hipótesis. Sin duda que el tema y la idea de que la política monetaria se puede mover en una sola dirección, creo que es algo que vamos a tener que seguir dándole vueltas, pero creo que debiéramos, en esta reunión, incorporar ese elemento como parte del diagnóstico nuestro.

Los otros elementos como el análisis internacional que teníamos el mes pasado, creo que permanece válido por la observación que hace Gonzalo (Sanhueza) de que la desaceleración podría tener otras consecuencias que no hemos anticipado del todo, pero me quedo con estos dos elementos primeros, o sea, ponderar el riesgo del precio del petróleo y darle fuerza al riesgo de la economía de una demanda interna más rezagada."

Enseguida, el Presidente Subrogante solicita al Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, que en base a lo que se ha discutido, haga las recomendaciones de políticas y opciones que son las siguientes:

" El Informe de Política Monetaria de mayo pasado destacaba tres factores relevantes de riesgo que aumentaban la incertidumbre de las proyecciones de inflación y crecimiento y que podrían poner a la economía en una senda diferente a priori a la del escenario base: i) persistencia de la volatilidad en los mercados financieros externos; ii) precio del petróleo cerca del techo de la banda de la OPEP y iii) aterrizaje brusco de la economía de Estados Unidos de América. De estos tres, ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de aquel que contempla un mayor nivel para los precios internacionales de los combustibles respecto de lo que se supuso en el escenario base.

Los efectos de los mayores precios externos sobre los precios internos aún no se han sentido por la operación del FEPP, pero es probable que en un futuro cercano se requiera corregir nuevamente las paridades del FEPP y, por ende, los precios nacionales. Por el momento, la volatilidad del mercado hace difícil precisar la magnitud y duración de los aumentos requeridos, pero en todo caso se estima que los efectos directos sobre el IPC serán acotados e incidirían fundamentalmente sobre su proyección de corto plazo, pues los precios de futuros continúan señalando una reversión en los precios internacionales. Sin embargo, más preocupante que estos efectos de primera vuelta, es la posibilidad de que la acumulación de



BANCO CENTRAL DE CHILE

aumentos lleve a un deterioro de las expectativas inflacionarias y una acumulación de efectos de segunda vuelta que podría tener mayores consecuencias sobre las proyecciones de mediano plazo de la inflación total y subyacente. Por el momento, estos efectos no han sido visibles, pero será necesario mantener una mirada atenta, pues ellos podrían alterar en forma más significativa la proyección de mediano plazo de la inflación del IPC.

Por otra parte, no hay nueva evidencia disponible que permita anticipar hoy que la economía norteamericana sufrirá un ajuste brusco a la baja ni que la tasa de interés de política en ese país se eleve muy por sobre lo que contempló el escenario base en mayo pasado. De este modo, no es posible prever una trayectoria del tipo de cambio diferente a la que se contempló en el Informe de Política Monetaria reciente.

Finalmente, el ritmo proyectable de crecimiento de la demanda interna y de la actividad económica tampoco se ha alterado en comparación al referido escenario base. La información más reciente confirma un dinamismo acotado de ambas variables, dentro de una trayectoria a un ritmo en torno a 6% anual este año y el próximo, sin que se generen presiones inflacionarias evidentes.

En este contexto, no existen elementos de juicio muy diferentes a lo que se tuvieron a la vista en la reunión de política monetaria de mayo cuando se decidió mantener el nivel vigente de la TPM. Si bien algunos datos puntuales y recientes de actividad económica y empleo pudieran hacer pensar en la opción de relajar el actual nivel de la política monetaria, la empinada curva de rendimiento que prevalece en el mercado anticipa que un movimiento en esa dirección tendría poco efecto en las tasas de mercado y no sería cabalmente comprendido. Por otro lado, los aumentos que se han ido materializando y que se proyectan para la inflación total, como resultado del comportamiento de los precios internacionales de los combustibles, sumado a que el mercado estima que la actual tasa de política monetaria está aún por debajo de un nivel neutral, le dan asidero a la opción de endurecer. No obstante, esta opción parece prematura si se toma en cuenta que los indicadores de demanda agregada mantienen un ritmo de crecimiento muy acotado, e incluso algunos desacelerándose en el margen, y que no ha cambiado la trayectoria proyectada en mayo para el tipo de cambio."

La Consejera señora Ovalle vota por mantener la tasa de instancia en base a que la recuperación ha sido bastante discreta y los frentes de riesgos más importantes están acotados.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta lo siguiente: "Creo también que no tenemos antecedentes, hoy día, para tomar una decisión, por cierto, la decisión que creo que hay que considerar es la de endurecer o mantener. Estimo que para endurecer nos faltan antecedentes; creo que el cambio más importante está en el entorno externo y en este entorno, estamos esperando la decisión de aumentar la producción en 500 mil barriles diarios, como ha anunciado la OPEP. Esto, de por sí, ya puede significar una moderación, la que ya estamos viendo en el día de hoy en los mercados y, por cierto, esto tiene que traducirse todavía en alguna modificación de los precios internos de los combustibles. Nada de eso ha ocurrido y dado eso y el antecedente además de que la economía en el plano interno está dando señales de una mayor debilidad de la que habíamos presupuestado, no parece prudente endurecer la política monetaria en este momento, pareciera prudente esperar a tener más información."

El Presidente Subrogante señala lo siguiente: "Dado que nosotros vamos a publicar una minuta, es importante establecer cuáles son las opciones que el Consejo ha barajado. Desde mi perspectiva, el Consejo, tal como lo mencionó Felipe (Morandé), ha ponderado tres opciones: relajar, mantener o endurecer. Otras veces hemos considerado dos opciones y la verdad es que los antecedentes que hay y los riesgos que están sobre la mesa me llevan a pensar que, a veces, decimos que son opciones relevantes, yo creo que son



opciones nada más. Lo menciono, porque creo que en la medida que nosotros tenemos la sensación de evaluar con la flexibilidad que decimos con que trabajamos, cuando la flexibilidad es para un lado no más es como la mitad de la flexibilidad, entonces decimos que si el Banco Central se reserva la máxima flexibilidad, es la máxima, entonces, el primer hecho que yo quiero destacar es que el Consejo evalúa las tres opciones que mencionó Felipe.

En segundo lugar, comparto lo que han señalado los Consejeros que me han precedido en el uso de la palabra y voto también en favor de mantener la tasa de instancia monetaria.

En tercer lugar, creo que tenemos una dificultad. Hemos sostenido que el Banco debe preocuparse por generar instrumentos para influir sobre las expectativas y el Informe de Política Monetaria ha sido un instrumento para influir sobre las expectativas, los comunicados son instrumentos para influir sobre las expectativas, sin embargo, creo que nuestra anticipación, si es que lo hubiésemos hecho en un laboratorio, decimos qué pasaría después que sacamos el informe de política monetaria y el mercado nos cree todo lo que está aquí. Uno debiera decir "el mercado lo que debiera hacer, después de creernos todo lo que está en el informe de política monetaria, es reducir las tasas de interés" y la verdad de las cosas es que, el efecto de las tasas de interés fue bastante bajo. Después nos hemos dado cuenta que, en general, el mercado se demora en procesar, porque todo esto tiene que ser mediatizado por analistas, por gente que trabaje, que traduzca, que comente, etc., pero creo que destacaría también, como conclusión de esta reunión, que tenemos una tarea incompleta, como Consejo, y esta tarea incompleta es seguir trabajando en transmitir cuál es el esquema de la política monetaria en funcionamiento, qué efectos tiene esto, o sea, esto que hicimos muy bien cuando lanzamos el informe de política monetaria, creo que con bastante éxito, a lo mejor tendríamos que ver la forma de darle un segundo aire ahora. Pienso que hay que insistir en este trabajo de explicación, porque hasta el momento, en términos numéricos, en términos prácticos, fuera de los titulares, hemos tenido poco éxito, o sea, hemos ganado algunos titulares, nos han felicitado, pero número hasta este momento poco. Como conclusión, debiéramos ver la forma de volver sobre esta materia."

El Consejo, por la unanimidad de los asistentes, acuerda mantener la tasa de política monetaria.

El señor Ministro de Hacienda agrega que se siente nuevamente interpretado por las palabras de los señores Consejeros, a lo cual agradece el Presidente Subrogante.

A continuación, se propone el siguiente texto para el comunicado de prensa:

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

Como es habitual, el Consejo 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 mayo último.

Los antecedentes acumulados a lo largo de los últimos meses indican que la demanda interna, la actividad económica y el empleo evolucionan en una trayectoria de crecimiento moderado, sin riesgo significativo para la mantención de un ambiente de estabilidad de precios. Esta situación es confirmada por la favorable evolución de las mediciones de inflación subyacente.

En el ámbito externo, los mercados financieros internacionales siguen mostrando un alto grado de volatilidad, pero las noticias de las últimas semanas han reafirmado un escenario de ajuste gradual de la economía norteamericana y la perspectiva de un aumento acotado de las tasas de interés internacionales.



Finalmente, el cambio más relevante desde principios de mayo a la fecha se refiere a la evolución de los precios internacionales de combustibles, los que se han elevado más allá de lo que reflejan los precios internos. De prolongarse esta situación, se hace más probable que haya un aumento de estos últimos.

La consideración de todos estos elementos en su conjunto ha llevado al Consejo a mantener inalterada la tasa de interés de política monetaria. El Consejo estima oportuno reiterar su ineludible compromiso con la estabilidad de precios, esto es, una inflación centrada en 3%, dentro de un rango de 2% a 4% anual. Ello requiere que la política monetaria mantenga la flexibilidad necesaria a fin de enfrentar oportunamente los riesgos que, en cualquier dirección, se vayan presentando para conseguir el mencionado objetivo."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Finalmente, el Presidente Subrogante procede a fijar la fecha en que se celebrará la sesión de política monetaria correspondiente al mes de diciembre, siendo ésta el 12 de diciembre próximo.

Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

JORGE MARSHALL RIVERA
Presidente Subrogante

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda

JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)