

## **MINUTA**

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 23 celebrada el 6 de septiembre de 2001

### **ASISTENTES:**

Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud  
Jorge Marshall Rivera  
María Elena Ovalle Molina  
Jorge Desormeaux Jiménez  
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);  
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);  
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);  
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);  
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);  
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);  
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente Investigación Económica);  
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);  
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);  
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);  
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría)

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,5% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a septiembre de 2001.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de septiembre de 2001:

### **Presentación del Informe**

- En los últimos meses la inflación ha mostrado movimientos pronunciados, manteniéndose, no obstante, dentro del rango meta. Más allá de efectos asociables a productos específicos, el crecimiento de los precios hasta ahora ha sido coherente con la evolución de la actividad y el gasto, la trayectoria de los precios externos en dólares, el ritmo de expansión de los costos laborales y el precio de los combustibles.
- Aunque también con altibajos en la información más reciente, en general se aprecian indicios de que la desaceleración del crecimiento de la producción y el gasto observada a partir de

mediados del año pasado debiera tocar fondo en el curso del segundo semestre de este año. Hace varios meses que la producción y las ventas de la industria muestran un mayor dinamismo, a pesar de la existencia de valores para el mes de julio que parecen menos auspiciosos.

- Los agregados monetarios más líquidos crecen a tasas anuales muy elevadas, de dos dígitos, algo atemperadas recientemente por los efectos de la nominalización de la tasa de política monetaria y por la mayor efervescencia cambiaria. El mercado del crédito se viene comportando de acuerdo con su patrón histórico, con un dinamismo creciente que sigue con rezago el crecimiento de la actividad.
- La expansión del gasto interno seguirá determinada en los próximos trimestres por el consumo privado, el que sigue entrabado por la incertidumbre que acarrea el elevado nivel de desempleo, induciendo a un comportamiento más cauto de los hogares. Es difícil explicar con precisión las razones de la escasa creación de empleo en los últimos años, principalmente en el sector industrial, debido a la falta de información estadística detallada. Pero no hay duda que un factor detrás de este fenómeno es la conocida rigidez a la baja que muestran los salarios en Chile. En efecto, a pesar del deterioro de la economía mundial y de la persistencia de la desocupación en niveles elevados, el costo de la mano de obra, en términos reales, no ha cesado de crecer a un ritmo relativamente elevado. Otro elemento que corresponde considerar son los diversos ajustes que han efectuado las empresas, particularmente en el sector industrial y comercial para lograr una mayor eficiencia, lo que incide en los niveles de ocupación.
- Los factores señalados precedentemente tendrían un carácter transitorio, por lo que difícilmente se puede argumentar que la desocupación se mantendrá en niveles como los actuales en forma permanente. Sin embargo, la recuperación de tasas de desempleo bajas requerirá de crecientes grados de flexibilidad en los mercados de factores como el laboral y el de capitales, y de la remoción de distorsiones regulatorias varias en los mercados de bienes, lo que será a su vez clave para un rebrote en la confianza de los hogares.
- La inversión, en cambio, debiera mostrar una recuperación algo más dinámica, especialmente en su componente de construcción. Esto, en parte, debiera ser el resultado de las bajas tasas de interés prevaletentes durante todo este año. Los aumentos observados en las últimas semanas son mayormente atribuibles a efectos transitorios de la nominalización. En general, la mayoría de las tasas de interés de mercado han reaccionado a las sucesivas reducciones de la tasa de política monetaria desde principios de año. El precio relativo de los activos se determina libremente en el mercado, por lo que su retorno, en circunstancias normales, refleja las expectativas de ganancias o pérdidas de capital asociadas a los movimientos de las tasas de interés de corto plazo y las condiciones de arbitraje internacional.
- Un segmento donde el traspaso de las decisiones de política monetaria ha sido menos evidente es el de las colocaciones no reajustables a plazos más cortos. Este segmento del mercado es pequeño, por lo que difícilmente afecta la transmisión de la política monetaria al resto de la economía. Más bien, el aumento del riesgo de clientes pequeños en el último año, tanto por la situación del empleo como por la contracción de la demanda interna, estaría detrás del aumento en los spreads de estas colocaciones. No obstante, grados crecientes de información y competencia en los mercados, y una mayor flexibilidad en la repactación de las obligaciones, son deseables y apoyan la eficiencia de la economía como un todo. En todo caso, la reciente nominalización de la política monetaria provee, a través de la tasa de política nominal, una referencia relevante para la operación de estos mercados, lo que ya se ha tendido a reflejar en menores spreads en las operaciones no reajustables.
- Dentro de la demanda agregada el componente más dinámico en los últimos tiempos han sido las exportaciones no tradicionales. En efecto, durante el primer semestre de este año, el volumen exportado creció un 18%, luego de haberlo hecho en un 9,5% en el 2000. Esto ha sido, en una proporción importante, fruto de la significativa depreciación real que ha experimentado el peso desde 1999 y es doblemente destacable porque ocurre aún cuando en los últimos meses el entorno internacional que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado

marcadamente.

- En efecto, a pesar que la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos parecía transcurrir dentro de lo esperado, las últimas cifras indican que el repunte se retrasó; además, su impacto sobre el resto de la economía mundial ha sido mayor. En la zona euro, y particularmente en Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para éste y el próximo año, reduciéndose el crecimiento promedio esperado de los socios comerciales de Chile en torno a un punto porcentual respecto de lo estimado hace unos meses.
- No obstante el crecimiento en cifras de dos dígitos del volumen exportado, la economía chilena no ha estado inmune a la desaceleración del comercio mundial. Dicho fenómeno se ha reflejado en una fuerte caída en los términos del intercambio este año, que se estima cercana a 6%. En una economía pequeña y abierta como la chilena, los precios relativos y las decisiones de gasto de los agentes, por necesidad, deben reflejar las fluctuaciones del entorno internacional.
- La caída en los términos del intercambio, aunque parcialmente moderada por el funcionamiento del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), de hecho reduce el ingreso nacional. La demanda por bienes y servicios no transables también se reduce, por lo que los salarios reales (al menos en dólares) deben compensar en parte esta menor demanda por trabajo. Los márgenes de comercialización, al ser procíclicos, también acomodan en forma parcial estos cambios en precios relativos. La depreciación real del tipo de cambio obedece en parte a estos fenómenos de ajuste, aunque siempre es difícil discernir con precisión la parte de los movimientos observados en el tipo de cambio que corresponden a cambios en las variables fundamentales.
- Esto ha sido particularmente cierto en el último tiempo, debido al empeoramiento en las condiciones financieras de algunas economías emergentes que, de hecho, ha contrarrestado el impulso expansivo sobre la economía mundial de la reducción de tasas de interés en los países industrializados. El escenario de mayores turbulencias regionales ya no es sólo una posibilidad, formando parte de los supuestos del escenario central en el corto plazo. Tanto Turquía como países de nuestra región han sufrido embates por la incertidumbre respecto de su situación y han visto su moneda depreciarse y su riesgo soberano incrementarse. En Chile, el grueso del efecto se ha concentrado en la notoria depreciación del peso, mientras que el premio soberano se ha mantenido prácticamente constante.
- Las consecuencias de la depreciación del peso sobre el resto de la economía y sobre la política monetaria deben evaluarse a la luz de desarrollos recientes en el comportamiento de los precios, el marco de las políticas actuales y el estado de las variables fundamentales de la economía chilena.
- Respecto del primer punto, en los últimos años se ha observado el bajo grado de traspaso de los aumentos del tipo de cambio hacia la inflación. Un elemento a relacionar con lo anterior es la apreciación del dólar en los mercados internacionales, la que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares.
- Además, los precios de bienes durables producidos en Asia, importantes en la canasta de importación, tienden desde hace un tiempo a caer en términos absolutos. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar se basa también en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local, en un contexto de una actividad económica que crece por debajo del potencial.
- A ello se suma, en forma relevante, la estabilización de la tasa de inflación anual, sustentada en la credibilidad de la política monetaria basada en metas de inflación, en un adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en general, y la política de flotación cambiaria. En el escenario base de proyección de este Informe se considera que, en lo sustancial, se mantienen vigentes estos factores, aunque se supone una reversión gradual y muy parcial de algunos de ellos (como los reducidos márgenes de intermediación y la baja inflación externa en dólares).

- El bajo traspaso de depreciación a inflación no es una característica exclusiva de la experiencia chilena. Se ha dado también en otras economías con esquemas cambiarios y monetarios similares al chileno. La flotación cambiaria, que opera desde 1999, está diseñada precisamente para que el tipo de cambio, determinado libremente por el mercado, sea la variable de ajuste frente a las turbulencias financieras o de los términos de intercambio que pueda enfrentar una economía pequeña y abierta. Ello permite al Banco Central tener autonomía en la conducción de la política monetaria con el fin de mantener la inflación dentro del rango meta. La credibilidad en el logro de esta meta provee el ancla nominal de la economía, y el comportamiento de las expectativas de inflación, en los últimos meses, revela que la depreciación del tipo de cambio no la ha afectado mayormente.
- Por otro lado, la continua inestabilidad en los mercados financieros internacionales incrementa la incertidumbre y posterga las decisiones de inversión y consumo. Finalmente, el mismo escenario internacional más adverso desnuda falencias en el funcionamiento de los mercados internos, algunas consuetudinarias (como la falta de flexibilidad en los salarios reales en pesos) y otras que son más atribuibles a problemas de regulación (o exceso de la misma) acumulados en el pasado o previstos para el futuro. Dichas falencias también inciden en las decisiones de consumo e inversión privada. En suma, estos factores hacen que las presiones de demanda interna en el mediano plazo sean en la actualidad menores que las previstas hace unos meses, lo que tiene como contrapartida una depreciación más persistente del tipo de cambio real.
- Todo ello ocurre, sin embargo, en una situación de solidez de las cuentas externas, con un déficit en cuenta corriente estimado en 2,6% para este año y en 2% durante 2002 y 2003, en el contexto de una economía que ya había acumulado una depreciación del tipo de cambio real de más de 20%, desde su punto de mayor apreciación a fines de 1997 hasta mayo de este año.
- En este contexto se ubican las medidas adoptadas por el Consejo el día 16 de Agosto de 2001, las que tienen por objetivo dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas, aumentando la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y liquidez en moneda extranjera. Esto se hace sin establecer objetivos para el nivel del tipo de cambio, lo que es congruente con el régimen de flotación.
- El Consejo estima que el peor contexto internacional explica una parte importante de las variaciones recientes del peso, pero que dicho deterioro debería tender a revertirse gradualmente en el horizonte de proyección. Las proyecciones de crecimiento e inflación en este Informe se elaboran suponiendo que, en el horizonte de ocho trimestres, el tipo de cambio real tiende a apreciarse respecto del promedio del mes de agosto. Esto está en línea con algunas medidas de las expectativas de mercado, que indican que una parte de la depreciación reciente es de carácter transitorio, así como con el resto de los supuestos del escenario base.
- No obstante el deterioro reciente del entorno internacional, las perspectivas de una recuperación del ritmo de crecimiento de la economía mundial hacia 2002 y 2003 se mantienen, aunque algo menguadas, en las proyecciones de consenso. Esto lleva a que en el escenario central de este Informe se supongan valores de 2,8% y 3,1% para el crecimiento de los socios comerciales en los siguientes dos años, respectivamente.
- En suma, considerando las perspectivas de recuperación de la economía mundial y un avance gradual en la demanda interna, el escenario central contempla para el presente año un crecimiento en Chile que llegará a 3,8%, alcanzando 5,0% en 2002 y 5,3% en 2003. A su vez, el gasto interno crecerá a tasas de 2,1% este año, pero en torno a 6,5% el próximo bienio.
- Las cuentas externas se verán afectadas en 2001 por la caída prevista en los términos del intercambio, con lo que el déficit en cuenta corriente alcanzará un 2,6% del PIB, como ya se señaló. En 2002 y 2003 esto se revierte y el déficit de la cuenta corriente se reduce a niveles en torno a 2,0% del PIB. Las proyecciones de este Informe se realizan, como es habitual, bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en su nivel

actual, de 6,5% nominal.

- El crecimiento durante este año estará claramente por debajo de las previsiones del mercado y del Banco Central realizadas el año pasado. La corrección a la baja se debe, en lo fundamental, a que el escenario macroeconómico externo que enfrenta la economía chilena, desde mediados del año pasado, ha sido ciertamente menos promisorio de lo que se podía anticipar a principios del año 2000. El *shock* petrolero fue más intenso y duradero de lo previsto, afectando el ingreso disponible de los hogares. Esto, junto a la desaceleración rápida de la economía mundial, la permanencia de los términos de intercambio en niveles bajos y las frecuentes turbulencias en los mercados financieros internacionales, han conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico local. No obstante, es también claro que hay factores en el país que han incidido sobre la desaceleración de la demanda interna observada desde el segundo trimestre del año pasado y que tienen una dinámica propia más allá del entorno externo.
- La inflación se ha mantenido muy cercana al centro del rango meta en los últimos meses, aunque la elevada cifra de agosto significó un repunte circunstancial importante. Como es habitual, un rol importante han jugado los precios de los diversos combustibles. Hasta ahora, el precio del petróleo *Brent* ha seguido una trayectoria algo por debajo de lo previsto en el Informe de mayo, con lo que se espera que se mantenga en niveles cercanos a los actuales, promediando el barril US\$26 este año y US\$24 durante 2002 y 2003. Esta trayectoria es consistente con los recortes de producción anunciados por la OPEP.
- En el corto plazo, se estima que las tasas de inflación del IPC y del IPCX alcancen cifras de 3,1% y 3,4% respectivamente, en el último trimestre del presente año. Más hacia delante, los distintos supuestos del escenario base hacen previsible que la inflación, tanto medida por el IPC y como por el IPCX, se mueva hasta el límite superior del rango meta hacia mediados del próximo año, antes de volver a estabilizarse en torno a 3% cerca del fin del horizonte de política. Se estima que la inflación del IPC se ubicará en 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 (3,5% a diciembre de ese año) y 3,0% hacia el último trimestre de 2003, mientras que la inflación del IPCX llegará a 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 y 3,0% en el último trimestre de 2003.
- Esta trayectoria de la inflación es coherente con diversos factores. En primer lugar, a pesar de que aparentemente el traspaso de depreciación a inflación ha sido bajo hasta ahora, no ha sido nulo, lo que se manifestará probablemente en una aceleración de la inflación anual hacia mediados del próximo año, lo que no constituye fuente de preocupación por cuanto se produciría por una sola vez. En segundo lugar, el deterioro del escenario internacional, en particular en los términos del intercambio, tiende a disminuir las presiones inflacionarias de mediano plazo, las cuales seguirán contenidas a pesar de la aceleración previsible de la actividad durante el segundo semestre y los próximos años. Tercero, la reducción del precio del petróleo no generará reducciones adicionales en la inflación más allá de las que ya se han observado. Finalmente, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican claramente dentro del rango meta y cercanas a 3%.
- Como siempre, todas las proyecciones que entrega este Informe están relacionadas con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres, y que constituyen el escenario base de proyección. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años siga caminos diferentes a los previstos, lo que configura una serie de escenarios alternativos y, también, el balance de riesgos. Estos eventos alternativos se asocian al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.
- Entre los primeros, se destaca la incertidumbre asociada a la situación en las economías emergentes. Aunque gran parte del escenario negativo considerado en Informes anteriores se ha ido materializando durante el segundo y tercer trimestres, es claro que la situación podría sufrir un deterioro mayor, lo que probablemente se vería acompañado por una depreciación transitoria adicional del peso. Por otro lado, la oportunidad y magnitud del impacto sobre inflación de la depreciación reciente del peso puede estimarse sólo gruesamente, añadiendo grados de incertidumbre adicionales a los que ya existen sobre la trayectoria del tipo de

cambio.

- Si bien Estados Unidos ha mantenido un crecimiento positivo, aunque bajo hasta ahora, y se espera que crezca a tasas razonables durante el segundo semestre, la economía mundial se ha desacelerado en forma bastante intensa en lo que va del año, no descartándose aún un cuadro recesivo. El escenario alternativo está conformado, entonces, por una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, ahora y en el 2002, que mantendría en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación, acotando el crecimiento del gasto interno.
- En el ámbito doméstico, a pesar de señales incipientes que indican que la actividad entrará en una senda de aceleración durante el segundo semestre, aún es temprano para asegurar un crecimiento sostenido del gasto. De hecho, el crecimiento de la producción industrial y las importaciones se resintió en julio, alterando la tendencia alcista que traía de meses anteriores.
- La ocurrencia de estos escenarios alternativos, tanto a nivel externo como interno, puede ciertamente modificar las proyecciones de inflación y crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, el balance de riesgos para la actividad está levemente sesgado a la baja. Aún es alta la incertidumbre sobre la persistencia de la aceleración de la actividad económica interna, así como también son muy inciertos la velocidad de crecimiento de la economía mundial en los próximos años y el escenario de términos de intercambio.
- Por otro lado, existe el riesgo de que las turbulencias regionales se exacerben, presionando por una mayor depreciación del peso respecto de lo estimado en el escenario central. Además, como se mencionó anteriormente, la relativa incertidumbre frente a la oportunidad y magnitud precisa del traspaso de un fenómeno de este tipo a los precios internos puede, en determinadas circunstancias, inducir a un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra sesgado al alza.
- Es importante notar que estos balances de riesgos para la inflación y el crecimiento no implican que, necesariamente, pueda darse un escenario de mayores presiones inflacionarias junto con menor crecimiento económico. Más bien, estos escenarios alternativos se ven conformados por conjuntos de eventos relativamente independientes, como son la evolución de la economía mundial y las perspectivas financieras en las economías de la región, y se construyen suponiendo que la tasa de interés de política monetaria se mantiene constante en su nivel actual.
- En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del consumo y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

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

- Uno de los participantes de la reunión manifestó que desde la reunión de política monetaria de agosto, se han producido tres hechos novedosos que afectan la evaluación de la política monetaria. En primer lugar, se observó una tasa de variación del IPC de agosto alta y que, en el margen, refleja mayores presiones inflacionarias que han llevado a una revisión de las proyecciones de inflación hacia arriba. Sin embargo, hay dos noticias que van en la dirección contraria para las implicancias de política monetaria analizadas en esta reunión. Por una parte se observa una mayor debilidad de la economía doméstica, reflejada tanto en niveles de gasto como de producción menores que los proyectados previamente. Por otra, se espera una mayor

debilidad de la economía mundial, presentándose una mayor probabilidad de un escenario de riesgo a la baja.

- Se indica además que el aumento de la inflación de agosto debe ser considerado como un *shock* de costos, que está afectando los precios por la dimensión que tiene. Se agrega que este efecto debiera ser temporal, existiendo de todo modos el riesgo de desanclaje de las expectativas, ante lo cual los miembros de la reunión manifiestan su inquietud, respecto de la evolución futura de la inflación.
- Se señala que a la luz de los antecedentes presentados, se está en frente de una situación en la cual, manteniéndose la tasa de política en su nivel actual, los riesgos para la inflación están balanceados. Sin embargo, las probabilidades de desviaciones (hacia arriba o abajo) respecto del escenario base de proyecciones son muy superiores a las observadas en reuniones previas. Esta situación determina que lo que suceda en las próximas semanas sea fundamental para la evaluación de la política monetaria que haga el Banco Central, tanto en una como en otra dirección.
- En efecto, se considera que existe la sensación que apareció una nueva nube en el horizonte con la inflación de agosto. Las hipótesis que abordan este tema son tan diversas que van desde que no va a influir de modo alguno, hasta hipótesis que señalan que éste es el principio de una influencia muy fuerte que puede llevar a una aceleración inflacionaria en los meses próximos, básicamente por la vía del efecto depreciación del peso respecto del dólar.
- Se señala que elegir entre las hipótesis no es tarea fácil; sin embargo, dado el actual ritmo de la economía y su eventual riesgo de mayor debilidad hacia el futuro, la implicación de política que tendería a aceptar hoy un escenario pesimista de inflación hacia el futuro, podría ser muy dañina, en términos del balance con otros aspectos de la economía. Por lo tanto, si no se tiene una visión clara de qué es lo que viene, lo que se tiene que hacer es reconocer que hay un riesgo mayor del que había antes y estar muy atentos a cómo se desarrolla ese riesgo en los meses siguientes.
- Además, todavía quedan por desarrollarse algunos eventos que no han mostrado completamente sus efectos. Uno de ellos es la situación regional, que no termina de llegar finalmente a una solución o a una crisis y que va a influir tanto en la depreciación del peso como, eventualmente, en los niveles de actividad si se convierte en un problema a nivel financiero internacional. Se indica que ese elemento va a estar presente permanentemente, por varios meses, y que hay que seguir también con mucha atención, para evaluar cómo enfrentarlo. En todo caso, el anuncio que se hizo el 16 de agosto de intervención en los mercados cambiarios y los montos asignados para ese propósito, que podrán verse fortalecidos por la emisión del bono soberano, constituyen elementos de freno a una sobredepreciación del peso siempre que no esté motivada por circunstancias fundamentales. Estos elementos pueden ayudar a hacer que los resultados de agosto, que se manifestaron también en materia cambiaria, no sean elementos que se repitan a futuro. En adelante, se reafirma la idea que las intervenciones en el mercado cambiario sigan siendo regulares y con la idea de no perseguir precios específicos.
- Uno de los asistentes manifiesta que la cifra de IPC de agosto no ha logrado desanclar las expectativas y basa esta opinión en la reciente encuesta efectuada por el Banco Central, que muestra la mantención de la confianza en que el Instituto Emisor utilizará sus instrumentos razonablemente para que la tasa de inflación esté dentro del rango meta. Hasta ahora no hay evidencia de desanclaje de expectativas, o de pérdida de confianza en el Banco Central.
- Este es un elemento que permite mirar con cierta tranquilidad el futuro, pero no hay ninguna duda que el grado de incertidumbre es mayor y que hay que ser extremadamente cuidadosos para seguir toda la información que permita determinar si se está produciendo algún grado de cambio de expectativas.

- La evidencia actual indica que no existen claras presiones de demanda, y como se señalaba anteriormente y en reuniones previas, el escenario más probable es de márgenes más comprimidos, aunque se hayan adelantado algunos traspasos del tipo de cambio a precios, que se esperaba que empezaran a ocurrir más adelante. Se considera que por ahora la situación nacional no presenta grandes cambios, aunque el escenario internacional se está deteriorando. Como consecuencia, la política monetaria en los países industrializados se está relajando y se espera que continúe haciéndolo en los meses venideros.
- Ante la situación actual, con un escenario de mayores presiones inflacionarias, una actitud prudente y alerta frente a los nuevos acontecimientos parece ser lo más indicado para el accionar de la autoridad monetaria.

## Opciones

- El Informe presentado revela, como punto central, que la inflación seguirá una tendencia levemente creciente en los siguientes tres trimestres, hasta casi alcanzar el techo del rango meta, antes de volver rápidamente a 3% hacia fines del horizonte de política. Esto es el resultado de un traspaso gradual de una parte de la depreciación del peso a precios finales, a partir de una recuperación de márgenes de intermediación conforme se vaya viendo un mayor dinamismo de la demanda interna. La información más reciente de la inflación indica que esta recuperación de márgenes pudiera adelantarse en el caso de bienes con baja elasticidad respecto de la demanda o con regulaciones que dificultan la competencia. Este fenómeno, sin embargo, no altera mayormente la trayectoria proyectada de la inflación, aunque sí eleva el riesgo de un efecto al alza de las expectativas de inflación y algún cuestionamiento a la posibilidad de mantener la inflación dentro del rango meta si no se cambia la tasa de política monetaria más temprano que tarde.
- La proyección de actividad económica, por su parte, muestra una curva ascendente aunque la información más reciente no ha confirmado en forma definitiva que el repunte se haya iniciado. Se mantiene en este sentido un conjunto encontrado de indicadores, donde en el lado positivo sigue destacando el crecimiento del dinero, el crédito (con más lentitud) y la actividad de algunos sectores (aunque con altibajos). En el lado negativo, resaltan las caídas recientes en el valor de las importaciones y los indicadores de consumo.
- Considerando sólo las proyecciones de inflación y crecimiento de la actividad contempladas en el escenario central, las opciones de política monetaria seguirían abiertas, al igual que el mes pasado. Sin embargo, el balance de riesgos que presenta el Informe acota las opciones a **mantener y aumentar**. En efecto, si bien en el escenario central persisten las holguras de demanda interna en los trimestres venideros e incluso se agrega un sesgo a la baja en el crecimiento en un escenario alternativo, la opción de **disminuir** aparece como desaconsejable en vista del sesgo al alza en la proyección de inflación por encima de una trayectoria que ya contempla un aumento hasta casi el techo del rango meta. Dicho de otra manera, el punto es que ha aumentado la posibilidad de un aumento en las expectativas de inflación de corto y mediano plazo, lo que puede acarrear efectos de segunda vuelta sobre la inflación que amenazarían el rango meta.
- Si la opción de **relajar** no es plausible, la opción de **aumentar** la tasa de política monetaria automáticamente adquiere más fuerza por las mismas razones. Sin embargo, y a pesar de la sorpresivamente alta variación del IPC en agosto, no hay todavía evidencia definitiva de un cambio sustancial en las expectativas de inflación de mediano plazo en el mercado.
- En este sentido, será importante verificar en las semanas y meses siguientes el comportamiento de estas expectativas tanto en la información de la encuesta mensual *ad-hoc*, como en la información que entregan los mercados financieros a través de las tasas de interés. Por ahora, y respecto de la decisión a tomar en esta oportunidad, parece aconsejable la opción de **mantener**.



**Acuerdo**

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es 6,5% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.