

## MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 6 celebrada el 8 de junio de 2000

### ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Jorge Marshall Rivera  
María Elena Ovalle Molina  
Jorge Desormeaux Jiménez

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);  
Jorge Carrasco Vásquez (Fiscal y Ministro de Fe Subrogante);  
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División de Estudios);  
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de Programación Macroeconómica);  
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);  
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de Análisis Internacional)  
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);  
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

Además asiste el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual.
2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2000.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Se mantiene la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,5%.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios sobre la base del informe mensual de política monetaria correspondiente al mes de junio:

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

- En mayo último, la inflación total medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó a 0,2%, mientras que la inflación medida a través de su indicador subyacente (IPCX) alcanzó a 0,1%, y la que además excluye los servicios regulados e impuestos específicos (IPCX1), 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 los rubros vivienda, alimentación, salud y transporte, debido a incrementos en los valores de servicios básicos (electricidad y gas licuado); en el precio de los productos perecibles; en el valor del bono de atención Fonasa y el remanente del aumento del precio de la gasolina de abril último, respectivamente. Con todo, 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 anual de 2,5% en mayo último. 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, observada entre marzo y mayo. Los precios de los bienes durables y en particular del rubro de equipamiento de la vivienda (electrónica, línea blanca y otros afines) han mostrado disminuciones importantes en el último año, y sólo es destacable el aumento que ha mostrado el precio de los automóviles nuevos, del orden de 7% anual.
- Los precios mayoristas (IPM) han sido afectados tanto por el aumento en el precio internacional 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 tres 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 bienes 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. Estos aumentos reflejan, en parte, los efectos secundarios del *shock* del precio del 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 este 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% anual, mientras que el costo de la mano obra presentó un descenso algo mayor, desde 5,1% a 4,8% anual. Asimismo, los salarios privados mantuvieron un ritmo de crecimiento anual constante (4,4% anual). 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.

## 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 (EE.UU.). Tal como se esperaba, la Reserva Federal (FED) 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 EE.UU. 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 los 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 de interés en la próxima reunión a fines 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. Los índices accionarios anotaron fuertes alzas, particularmente aquellos asociados con los sectores tecnológicos como el NASDAQ. De la misma forma, las perspectivas de alzas más moderadas de las tasas de interés por parte del FED afectaron positivamente al mercado de bonos de gobierno: las tasas de interés 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, un mayor dinamismo en Europa, con una velocidad de recuperación de las economías emergentes de Asia y América Latina moderada durante el primer trimestre del año 2000.
- 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 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, aumentó en forma sostenida durante el mes de mayo, situándose incluso en niveles cercanos a los US\$30 por barril. Recientemente la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció posibles aumentos de producción, lo que es consistente con su conocido 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, no estando claro si en esa instancia se decretarán aumentos en la producción del 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 de dólar la libra (BML), y el precio de la celulosa se mantiene muy elevado, en torno a los US\$670 por tonelada métrica.

## **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 de interés del PRC8 se elevó en 13 puntos base en promedio. Esta evolución indica una expectativa de aumentos en la tasa de interés de política monetaria del Banco Central, para el caso de las tasas de interés de corto plazo, y el impacto del aumento de las tasas de interés en el exterior, en el caso de las de largo plazo. Asimismo, la pendiente de la curva de la tasa de interés de política futura se ha incrementado marginalmente desde el cierre del Informe de mayo, anticipando una tasa de interés de política monetaria en torno a 6,5% a fines de este año y un aumento de alrededor 50 puntos base hacia fines del tercer trimestre.
- 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.
- El tipo de cambio nominal ha fluctuado recientemente en torno a \$524 por dólar, lo que ha significado que desde el cierre del Informe de mayo el peso se haya depreciado 2% en relación con el dólar de EE.UU. y 1,7% 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 mercados futuros peso-dólar a un año se encuentra en \$541 por dólar.

- 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 registrada 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, en tanto que el crédito a personas, muestra una estabilidad en su componente vivienda, coherente a su vez con la lenta recuperación de las ventas de nuevas viviendas, y un aumento en el margen del componente consumo.
- En conclusión, las señales provenientes del comportamiento de los agregados financieros son mixtas, pero levemente más optimistas que las observadas en meses previos.

### 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% anual) se sustenta en una recuperación de los componentes de consumo y acumulación de inventarios, mientras que la formación bruta de capital muestra una caída cercana al 5%. Las exportaciones registran 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 marcada en el consumo de bienes durables e inventarios. Durante abril, las importaciones de bienes de consumo alcanzaron US\$276 millones, 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 del comercio minorista en general, crecen durante abril un 13% y un 7,4% respectivamente, lo que representa también una expansión 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 del crecimiento observado entre el cuarto trimestre de 1999 y el primer trimestre del 2000.
- El comportamiento de la inversión continúa presentando un cuadro congruente con lo señalado en el Informe de mayo. No se observan signos 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 viviendas muestra niveles algo más elevados

(5,5% de crecimiento anual en abril), están por debajo de los observados en el cuarto trimestre de 1999. Las ventas de bienes de capital de la industria se encuentran un tercio por debajo de lo observado en abril de 1999, y el reciente crecimiento de las importaciones de bienes de capital (15,1% anual en el trimestre febrero-abril) está muy por debajo 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, por la sustitución de empleos en el sector privado por empleos en los programas municipales, y finalmente por el menor dinamismo de la creación de empleo en los sectores industria y construcción.
- En materia de política fiscal, la información al primer trimestre de este año indica que el gasto con impacto macroeconómico aumentó un 5,4% anual, 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% anual. Con todo, el superávit fiscal durante el año móvil que va desde el segundo trimestre de 1999 al primer trimestre de 2000 alcanzó a 0,4% del PIB. Dentro de esta cifra se incluye el impacto de los ingresos extraordinarios en el primer trimestre del 2000 derivados de la privatización de las empresas sanitarias, que alcanzaron US\$475 millones.
- A modo de conclusión de este punto, se puede decir que se observa una demanda externa muy dinámica, con una contraparte menos favorable asociada a condiciones de financiamiento externo más caras y a una demanda interna con un crecimiento algo más moderado. Por lo tanto, se puede argumentar que existe un cambio de composición al interior de la demanda total, entre demanda externa y demanda interna.
- 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 Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEP), 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 a 10%. Considerando este incremento, la proyección de inflación medida por el IPC podría elevarse, por el efecto de primera vuelta de los combustibles sobre el IPC. El efecto sobre la inflación del 2001 dependerá de la persistencia de los actuales precios.

#### **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 documentos nominales versus reajustables a un año, ha subido desde 3,9% a 4,3%. Cabe destacar que las expectativas de inflación hacia el año 2001 se han mantenido estables en 3,5%.

### **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 FEP.
- 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 acumulación de aumentos podría modificar el escenario. Este es un factor de cuidado que debe continuar bajo observación, pues podría alterar las proyecciones de mediano plazo del IPC.
- 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 los miembros del Consejo y los demás asistentes a la reunión analizan las condiciones de la economía a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

\* Uno de los asistentes coincide plenamente con la conclusión del informe presentado en el sentido de que uno de los mayores riesgos que se enfrentan es la mantención del alza del precio del petróleo por un período mayor, difiriendo en la intensidad como se considera ese riesgo respecto de lo que está implícito en el escenario base, tanto respecto del precio *spot* como futuro, del Informe de Política Monetaria de mayo. Por consiguiente, se hace ver el riesgo de que haya una mayor inflación producto de un alza sostenida del precio del petróleo, es mucho mayor que hace uno o dos meses atrás, por los efectos de primera o segunda vuelta que pudieran darse.

- Al respecto, se precisa que las proyecciones realizadas para los escenarios base de los Informes de Política Monetaria y las proyecciones en general, se hacen a partir de los precios específicos de cada uno de los productos, por lo que la referencia de US\$ 23 o US\$25 el barril de petróleo debe ser considerada como una referencia general, pues los análisis se hacen precio por precio, siendo de esta forma el ajuste mayor.
- Sobre los efectos de segunda vuelta, se manifiesta que la intención no ha sido ignorarlos, pues 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 simplemente a través de las expectativas del mercado. En esas dos mediciones, se indica que no se ha visto efecto de segunda vuelta, o sea, a pesar de los incrementos de los precios del petróleo y combustibles del primer trimestre, las expectativas de inflación medidas por encuestas de expectativas y por el diferencial de las tasas nominales y reajustables de interés, se han mantenido prácticamente constantes.
- Respecto de las proyecciones de inflación, se manifiesta que hasta ahora se han usado los

esquemas de expectativas más bien adaptativas para hacer las proyecciones, lo cual tiene implícito algún efecto de segunda vuelta indirecto, pero también se han hecho simulaciones con un supuesto de expectativas racionales, sustentado principalmente en la información que entrega el Informe de Política Monetaria y todo el esfuerzo que se ha hecho por aumentar la transparencia de la política monetaria.

- Se considera que en el futuro es más posible esperar que los agentes van a tener cada vez expectativas más racionales, existiendo en la práctica diferencias en los resultados arrojados por las proyecciones, respecto de la utilización de expectativas adaptativas. Obviamente mientras más racionales sean las expectativas, menor es el efecto indirecto de segunda o tercera vuelta, prevaleciendo el efecto directo sobre los precios únicamente.
- Respecto del tema inflacionario, uno de los miembros de la reunión manifiesta que el diagnóstico que se está haciendo incorpora un aumento de la probabilidad de ocurrencia de un precio del petróleo más elevado de lo que se tenía considerado el mes pasado. Sin embargo, señala que el efecto que se pueda producir en la economía, es menor del que se tenía considerado cuando se comenzó a analizar el efecto del petróleo a comienzos de año. Se estima que hoy día los posibles efectos a considerar sobre los precios domésticos son más moderados que en ese entonces. Adicionalmente, señala que la inflación en la actualidad está por debajo de lo que se había anticipado hace dos meses atrás, habiéndose incorporado el *shock* petrolero.
- El segundo elemento que se destaca es el riesgo de una demanda interna menos dinámica. Se indica que este riesgo no estaba en el análisis previo y se fue incorporando gradualmente a lo largo del presente año, aumentando su probabilidad de ocurrencia. Se manifiesta que el tema de un mayor riesgo inflacionario aparentemente se encuentra bastante acotado, en particular el que dice relación con la inflación de tendencia. Sin embargo esta situación se da simultáneamente en un cuadro que está mostrando una mayor lentitud en la velocidad de recuperación de la economía, hecho que no se había considerado previamente.
- En este mismo sentido, uno de los asistentes a la reunión señala que uno de los puzzles por resolver respecto de lo que está ocurriendo con la política monetaria, es porque la pendiente de la curva de rendimiento no calza con los fundamentos que se están dando en la economía. A pesar de los esfuerzos que se están haciendo en materia de comunicación, el mercado 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, lo cual es incorrecto.
- En efecto, cuando se observa la inflación subyacente que es la medida más exacta sobre la cual se guía la política monetaria, si se incrementa el precio petróleo y se excluyen elementos de desviación tarifaria que nada tienen que ver en realidad con los elementos de propagación, el IPCX1 se ha mantenido constante, incluso con una leve tendencia a la baja. El por qué ha sucedido esta situación, se indica que la respuesta podría venir de la suavización del crecimiento de la economía real.
- Una explicación a la aparente desaceleración de la demanda interna y a la estructura de tasas de interés, podría provenir de la insuficiente volatilidad cambiaria que pueda, de alguna manera, permitir una brecha entre las tasas de interés internas y externas. En la práctica se señala que una vez realizados los ajustes a las tasas de interés externas por el nivel del premio soberano, sin ajustar por riesgo cambiario, se observa que la diferencia con las tasas de interés internas de largo plazo es mínima, siguiendo las tasas de interés domésticas prácticamente en forma estricta el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de los Estados Unidos de América. Así, se indica que las tasas de interés locales se parecen más a una economía que está tratando de frenar el crecimiento, como es la de Estados Unidos de América, que a una que está tratando de acelerar el crecimiento como es la economía chilena.
- De esta forma, se manifiesta que habría que pensar por qué el tipo de cambio no está

cumpliendo el rol de amortiguador para generar la brecha de tasas de interés necesaria que permita un poco independizar a la economía chilena de la fase del ciclo americano, para poder realmente acelerar más el crecimiento de la demanda interna. Al observar la variabilidad del tipo de cambio en Chile y se compara con las grandes monedas, lo que se verifica es una volatilidad bastante menor.

- En este sentido hay que tener en cuenta la dificultad de la política monetaria para poder afectar a las tasas de interés de largo plazo, incluso bajo un régimen de flotación cambiaria.

A continuación, se analizan las opciones de política monetaria:

- El Informe de Política Monetaria de mayo 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 allí considerado: 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 FEP, pero es probable que en un futuro cercano se requiera corregir nuevamente las paridades y, por ende, los precios nacionales. Por el momento, la volatilidad del mercado hace difícil precisar la magnitud y duración de los aumentos requeridos, estimándose que los efectos directos sobre el IPC serán acotados e incidirían fundamentalmente sobre su proyección de corto plazo, pues los precios de futuros del petróleo 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 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 tasa de interés de política monetaria. 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 interés de mercado.
- 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.

#### **Acuerdos**

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