

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 12 celebrada el 12 de diciembre de 2000

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Klaus Schimdt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asiste, además, la Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento.
2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2000.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento.
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 diciembre:

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

- Se espera que la inflación total (IPC) finalice este año en torno a un 4,6%, en línea con lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La inflación que excluye las variaciones de los precios de los perecibles y combustibles (IPCX) se encontraría en 3,3% al final del año. Esto estaría revelando que las holguras domésticas han agotado el impacto del incremento del tipo de cambio y del precio de los combustibles, que ha sido por sobre lo que se esperaba en el Informe de Política Monetaria de septiembre.
- Estas holguras radican en la persistencia de la tasa de desocupación en niveles elevados,

situación que es considerada como atípica dado el estado actual del ciclo económico. Existen diversas razones que facilitan el entendimiento de este fenómeno, las que tienen su origen principalmente en la lenta recuperación del sector construcción; el notable incremento de la productividad en la industria; la tradicional rigidez a la baja de los salarios y el importante incremento del salario mínimo a lo largo de los últimos años.

- En el ámbito externo se afianza la desaceleración de la economía de Estados Unidos de América (EE.UU.), existiendo en la actualidad una probabilidad alta de una reducción de la tasa de interés a partir del próximo año. Por tal motivo, no se perciben incrementos adicionales de la tasa de interés rectora de la economía norteamericana, tal como fue considerado en septiembre. Esta situación más expansiva se ve compensada, en parte, por una latente inestabilidad de América Latina y otras economías emergentes, lo cual ha redundado en la persistencia de premios soberanos en niveles elevados, por sobre lo que se presentó en el Informe de septiembre.
- Por su parte, el precio del petróleo ha retomado una trayectoria que es similar a la que se preveía en las proyecciones anteriores, luego de haber presentado valores bastante elevados durante los últimos meses.
- En el ámbito interno, las tasas de interés de largo plazo han denotado una tendencia a la baja, lo que es consistente con las expectativas de mercado que apuntan a una mantención de la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual por un tiempo mayor al inicialmente previsto en agosto y septiembre pasados.
- El impacto de la desocupación sobre el consumo sería elemento fundamental que valida una proyección de crecimiento para el año 2001 algo inferior a lo que se tenía en septiembre. La inflación total, mientras tanto, se situaría en 3,7%, algo por sobre lo previsto en el Informe de Política Monetaria pasado. La inflación subyacente llegaría a 3,5% en el mismo período.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario Internacional

Las proyecciones que se refieren al crecimiento de la economía mundial, son similares a las que se indicaron en el Informe de septiembre, donde se incluía una desaceleración de la economía de EE.UU.. Actualmente se está evaluando la posibilidad que en el camino hacia la desaceleración se produzca un mayor grado de turbulencias o incertidumbres. En términos generales, el diagnóstico central correspondiente a la economía mundial sigue siendo bastante similar al que prevalecía en septiembre.

- En términos del precio del cobre, continúa la expectativa de un precio promedio de US\$ 0,87 por libra en promedio durante el año 2001 y cercano a US\$ 0,92 por libra para el año 2002. El precio del petróleo después de un comportamiento volátil, y con niveles bastante elevados en los últimos meses, recientemente registró disminuciones importantes. Su trayectoria actual es similar a la contemplada en el Informe de septiembre, por lo que la proyección de los términos de intercambio vigente para los próximos dos años, se sitúa con una variación promedio de alrededor 6%.
- La confirmación de la desaceleración de la economía de EE.UU. se asocia en la actualidad a una expectativa de inicio de un ciclo de reducción en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal, concretamente a partir del primer semestre de 2001. La magnitud y frecuencia de estas reducciones dependerá de la intensidad con que se vaya produciendo el proceso de desaceleración de la actividad económica de EE.UU.. Por parte de la zona euro, se espera un aumento adicional de la tasa de interés del Banco Central Europeo de 25 puntos base durante el año 2001.

- Las noticias son menos positivas en lo que toca al premio soberano para economías emergentes. En septiembre se esperaba una reducción del premio soberano en Chile hasta llegar a 150 puntos base para mediados del año 2002. En la actualidad, más bien se espera una persistencia de los niveles similares a los actuales, esto es, una mantención en valores del orden de 200 puntos base para los próximos dos años.

2. Demanda y Oferta

- A lo largo de los últimos meses se ha verificado un lento comportamiento del consumo y las ventas, indicadores que siguen registrando niveles por debajo de lo observado a fines del año pasado y a principios del 2000. Este lento dinamismo se ha visto afectado además por una acumulación de inventarios menos dinámica, producto de perspectivas para el consumo que también son menos optimistas que a principios de año. Estos son elementos que ya fueron incorporados, al menos en parte, en el Informe de septiembre. En el comportamiento del consumo la variable fundamental ha sido el comportamiento del empleo, el que si bien en el último trimestre móvil presentó una leve recuperación, aún manifiesta niveles bastante por debajo de lo que se alcanzó a principios de año.
- La lentitud de la recuperación del sector construcción, especialmente el componente habitacional, ha llevado a un persistentemente alto desempleo en el sector, que se sitúa en alrededor de 20%. Por otra parte, el sector industrial ha verificado durante el último año importantes aumentos de la productividad media del trabajo. En la actualidad este indicador se encuentra en niveles bastante superiores a los que se observaban en los años 1997 y 1998. Esta capacidad de la industria de aumentar producción sin expandir la ocupación, es una contraparte relevante al incremento de la desocupación durante este año.
- Existe una trayectoria más consistente de recuperación en la inversión no habitacional. Ésta se comporta generalmente en forma similar a la evolución de los permisos habitacionales, con la excepción de los últimos meses en los cuales han seguido creciendo a pesar de que los permisos habitacionales han experimentado una disminución. Al igual que la inversión no habitacional, las importaciones de bienes de capital han denotado una recuperación en las últimas cifras disponibles.
- En cuanto a la política fiscal, las cifras del tercer trimestre son congruentes con las metas propuestas por el gobierno y con el presupuesto del año 2000. Para el 2001 se espera un crecimiento del gasto nominal un tanto por sobre 8%, lo cual es consistente con cuentas fiscales cercanas al equilibrio contable.

3. Mercados Financieros en Chile.

- Luego de la reducción de la tasa de interés de política monetaria a fines de agosto, no se observó una reacción inmediata de las tasas de interés de largo plazo en forma sustancial. En la medida que se fue conociendo la información de desocupación y ventas del comercio minorista, y se despejaron las dudas sobre la oportunidad y fundamentos de la decisión del Consejo, se comenzaron a verificar disminuciones relevantes, situándose en la actualidad en alrededor de 6%. De acuerdo a estos valores de mercado, existe la idea implícita de una mantención de la tasa interés de política monetaria en el nivel actual por un tiempo más prolongado que el que se esperaba en agosto pasado. De hecho, la encuesta de expectativas realizada por el Banco Central a comienzos de diciembre indica una tasa interés de política monetaria de 5,5% hacia fines del año 2001.
- Este comportamiento de las tasas de interés de largo plazo se ha visto determinado principalmente por la evolución de la economía doméstica, no por eventos en la economía internacional, en el sentido que en la actualidad las tasas de interés de largo plazo en Chile se encuentran en niveles inferiores a las tasas de interés externas relevantes, ajustadas por premio soberano, impuestos y encaje.

- La evolución de los agregados monetarios también es consistente con la trayectoria reciente del gasto interno. Es así como el M1A, en términos reales desestacionalizado, se ha estancado en los últimos trimestres, en tanto que los agregados monetarios más amplios muestran señales de recuperación.
- El tipo de cambio nominal ha fluctuado en valores en torno a los \$575 - \$580 por dólar durante la última semana. La perspectiva actual respecto de la evolución futura del tipo de cambio real apunta a una estabilidad en torno a sus valores actuales, lo cual significa asimismo estabilidad de los valores nominales, los que se sitúan por sobre lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

Conclusiones

- El balance de riesgos asociados al entorno internacional, se vincula en la actualidad principalmente con una mayor inestabilidad financiera en economías emergentes. Si bien esta situación tiende a reducir las presiones inflacionarias en el mediano plazo, debido al impacto negativo en la actividad y el gasto, en el corto plazo el efecto puede ser contrario sobre la inflación, producto de la reacción o sobre-reacción del tipo de cambio a un escenario externo que tiene una inestabilidad financiera mayor.
- El segundo elemento asociado al entorno internacional está representado por la evolución del precio del petróleo. En la actualidad los riesgos aparecen como balanceados respecto de la trayectoria central de reducción gradual en el horizonte de proyecciones.
- Por el lado de la economía doméstica hay dos riesgos principales. Uno es un escenario de recuperación de la demanda interna que conjuga una serie de elementos: 1) una descompresión de márgenes de comercialización más rápida a la que se tiene en el escenario base; 2) una recuperación del empleo mayor durante el año 2001; y 3) un traspaso, también, de tipo de cambio a inflación que sea mayor al experimentado en los años 1999 y 2000.
- El segundo elemento de riesgo radica en que los reajustes del salario mínimo y de los salarios en general, no sean acordes con la situación global del mercado laboral, impidiendo la recuperación del consumo y del empleo.
- Los antecedentes más recientes confirman el diagnóstico general que se había desarrollado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, en el sentido de un lento dinamismo del gasto interno y del empleo.
- Las proyecciones de inflación y crecimiento, dada una tasa de interés de política monetaria de 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento (UF), se mantienen en niveles similares a los que se tenía en septiembre. En todo caso, el Banco Central debiera estar atento a que de aquí en adelante, efectivamente la inflación tome una trayectoria de convergencia hacia el centro del rango meta. En ese sentido, la política monetaria debe mantenerse alerta a una diversidad de factores, pero en particular, a la gestación de presiones inflacionarias producto de la evolución del mercado laboral, los salarios y el consumo, así como también al proceso de desaceleración de la economía internacional, principalmente del grado de inestabilidad que se podría producir en los mercados financieros a medida que la economía norteamericana reduzca su crecimiento en forma acelerada.

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

- Uno de los asistentes plantea una nota de cautela respecto de las proyecciones de inflación futura contenidas en la presentación y su velocidad de convergencia hacia el centro de la meta

rango, dado que en los últimos informes se han realizado correcciones sistemáticamente al alza en la cifra de inflación correspondiente a los últimos trimestres del año 2001. Indica que estas correcciones se han debido principalmente a subestimaciones del precio del petróleo. En todo caso, comparte la actual proyección del precio del crudo, US\$ 29 por barril; en particular debido a que en ella no se están reflejando las caídas de los últimos días, que están por debajo de ese valor.

- Respecto de los restantes supuestos del escenario externo, considera que se está sobreenfatizando el grado de mayor volatilidad externa o de inestabilidad financiera en economías emergentes. El hecho de que Turquía y Argentina hubiesen presentado crisis de confianza e incipientes crisis de balanza de pagos en los últimos dos meses, con correspondientes anuncios de rescate por el Fondo Monetario Internacional, no indica necesariamente una repetición de las crisis financieras generalizadas que golpearon a las economías emergentes en los años 1997 y 1998. De hecho los *spreads* de la deuda soberana chilena sobre los bonos del tesoro de EE.UU. han permanecido bajos con las crisis turca y argentina, e incluso han disminuido en los últimos días. Por las razones antes señaladas, en lo que respecta a cambios en la volatilidad, el escenario actual para la economía chilena no se aprecia peor que en meses anteriores. Asimismo, no se observan buenos argumentos para fundamentar *spreads* soberanos mayores a los previstos en septiembre pasado.
- Respecto de la economía norteamericana, se manifiesta que un escenario de desaceleración más rápida, es probable que esté asociado a una disminución de las tasas de interés internacionales. Por lo tanto, desde una perspectiva financiera existiría un mejoramiento del financiamiento de las economías emergentes, debiéndose en todo caso despejar la incertidumbre de un posible menor crecimiento mundial.
- En relación con los choques inflacionarios de corto plazo relacionados con el petróleo y tipo de cambio, se indica que en la medida que se vaya consolidando un escenario de menor crecimiento mundial, también se observarán menores precios del petróleo, por lo que los riesgos inflacionarios internos debieran apuntar más bien a la baja. Igual conclusión se deduce de la trayectoria esperada para el tipo de cambio, del cual se esperaría cierta estabilidad en el tiempo sobre la base de lo que indican los valores de los mercados futuros.
- Haciendo una referencia a lo ya expresado sobre el escenario externo, uno de los participantes de la reunión señala que en términos del escenario central, se está en una situación muy similar a lo que había en septiembre. Lo diferente es el comportamiento del *spread* relevante para Chile, el cual se supone tendrá una trayectoria menos optimista que la que se preveía en aquel mes, lo cual afecta negativamente la proyección de crecimiento. De ello se desprende un grado de incertidumbre mayor para las economías emergentes, que el de dos meses atrás.
- En cuanto a los flujos de capitales y el *spread* soberano, uno de los participantes manifiesta que si se consideran las proyecciones de los pocos bancos de inversión que estiman los flujos para el próximo año, como es el caso de JP Morgan, se observa que se está proyectando una recuperación para Latinoamérica del 30%, en la cual Chile está prácticamente constante, es decir, no está recuperando flujos de capitales como el resto de los países de la región.
- Se señala que no existe una buena explicación para este fenómeno, porque si se comparan los indicadores de solvencia de Chile con los del resto de Latinoamérica, se siguen manteniendo las diferencias que había en el pasado (por ejemplo, de los *spreads*). Sin embargo, por alguna razón que, probablemente, está asociada al precio de los activos financieros, no se prevé la recuperación de los flujos de capitales que se está esperando en otros países de América Latina.
- En relación con la proyección del precio del petróleo, se indica que cuando se supuso un valor de US\$ 29 por barril, no se consideró la caída posterior de US\$ 3 por barril, pues se estimó que podría deberse a una sobrerreacción, por cuanto no hay nada fundamental en la economía mundial que haya cambiado en las últimas semanas. Sin embargo, el aspecto fundamental que

tiene el precio en niveles elevados, que son los bajos inventarios, no se ha modificado.

- En términos generales, se estima que el escenario externo es un tema de preocupación por las implicancias que tiene sobre la economía chilena. Si bien es cierto que, desde la perspectiva del precio del petróleo, por primera vez las noticias tienden a ser más favorables, las noticias que provienen por el lado del sector real y del sector financiero no serían del todo alentadoras. En materia de flujos de capitales está claro que se está en presencia de una iliquidez que va a ser bastante más duradera, tal vez dos, tres años y eso va acompañado de un aumento en la aversión al riesgo en los inversionistas internacionales. Este no sería solamente un problema de los países emergentes, sino que se está viendo también en el mercado financiero norteamericano donde se ha ido cerrando el mercado de OPAS; han subido los *spreads* de bonos corporativos e incluso el crédito bancario se ha restringido y los activos de los bancos se han deteriorado. Lo anterior unido al hecho que se está viendo una desaceleración muy fuerte por el lado de la inversión; además, el resultado de las empresas tecnológicas se ha deteriorado en forma significativa y los índices de producción industrial por primera vez empiezan a mostrar una declinación. Se agrega que también se comienzan a verificar señales de desaceleración en Europa.
- En cuanto a las implicancias sobre la economía chilena, si este fenómeno de inestabilidad internacional y de mayor volatilidad persiste en el tiempo, también va a persistir un nivel de premio soberano más alto hacia delante, lo cual se vería compensado por una trayectoria de la tasa de interés internacional más baja de la que había antes. Por otra parte, se dice que no se sabe con exactitud si se puede descartar la inestabilidad regional como el escenario de riesgo relevante, cuando la experiencia histórica muestra que justamente son esos los episodios que tienden a golpear a la economía chilena. En todo caso, se estima que es muy temprano aún para descartar la posibilidad que se produzca contagio en caso de crisis financieras en algún país de la región o en otro lugar del mundo.
- Otro tema que merece la atención a los asistentes de la reunión, dice relación con el análisis de las causas del desempleo aún elevado y la baja recuperación del empleo, dentro de las cuales el salario mínimo ha jugado un papel importante, con un incremento de 30% o 33% durante los últimos tres años.
- En este sentido, se destaca que las empresas han ajustado no sólo el empleo, sino también los márgenes de comercialización y utilidades. Asimismo, han aumentado la productividad y reducido los componentes de los salarios diferentes del sueldo básico, como son los bonos y regalías, entre otros. Cuando se compara el índice de remuneraciones por hora con el costo de la mano de obra, se observa que este último ha crecido bastante menos que el índice de remuneraciones, que ha estado creciendo durante este año, habiendo entre ambos una diferencia creciente. Este crecimiento estaría asociado a la evolución reciente del salario mínimo, tema que va a cobrar vigencia en la discusión durante la primera mitad del año 2001 y a la indización que ha existido en los salarios como efecto de segunda vuelta del incremento de la inflación IPC.
- Otro elemento que llama la atención se refiere a las causas de la débil recuperación de la actividad económica, en particular de la inversión y de sus consecuencias sobre el empleo. En este contexto, se considera que no se ha hecho una mención explícita respecto de la incertidumbre que se genera en el ambiente empresarial por efecto de los cambios propuestos a la legislación laboral, tributaria y de regulación ambiental.
- Respecto del menor crecimiento proyectado para la demanda agregada, se considera que este escenario debiera tener asociado una inflación más baja, debido a la menor proyección para el precio del petróleo. Sin embargo, se manifiesta que este escenario de menor crecimiento estaría influido por la menor inversión respecto de lo previsto, por lo que es posible esperar que la capacidad productiva de la economía se expandirá a tasas más bajas durante los próximos dos años. El crecimiento anterior estuvo impactado por *shocks* de productividad muy fuertes y por un aumento en el déficit en cuenta corriente muy significativo entre los años 1996 y 1997, elementos no vigentes en los años posteriores. Se indica que en la actualidad el

escenario de menor expansión del producto potencial, es perfectamente consistente con una inflación no necesariamente a la baja.

- En relación con las correcciones al alza en las proyecciones de inflación, se acota que hay que considerar que gran parte de los errores se debieron a proyecciones del precio del petróleo, en general erradas. Con todo, el aumento en la inflación total ha sido menor al coherente con los mayores precios del petróleo y el peso más depreciado. Ello se debe a que el traspaso del tipo de cambio a precios y los efectos de segunda vuelta, de los aumentos de los precios de los combustibles, han sido menores que lo que históricamente sucedía en la economía chilena.
- Existe otra explicación para la trayectoria planteada de la inflación que dice relación con el punto de partida del tipo de cambio, el que es sustancialmente más alto que el que había en septiembre. Se plantea que ahora se ha realizado una corrección al alza del punto inicial donde parte el tipo de cambio, de alrededor de 3% a 4%, siendo la trayectoria posterior, es decir el punto de llegada, bastante similar al que había en septiembre. Lo anterior, indudablemente tiene un impacto inflacionario hacia el año 2001, y se indica que se está suponiendo un efecto traspaso del tipo de cambio similar al histórico.
- Un punto fundamental que se quiere destacar respecto de los riesgos futuros de inflación, dice relación con la indización, la cual debe fundamentarse en correcciones de precios en función de la inflación futura. Tan importante como evitar traspasos de segunda vuelta, son los reajustes salariales, especialmente en el ámbito del sector público. Las correcciones deben hacerse sobre la base de la inflación futura y no de la inflación pasada. Si se hacen con la inflación pasada, se va a caer en los ya conocidos efectos de segunda vuelta que es necesario evitar a como dé lugar.
- Uno de los participantes manifiesta que para efectos de política monetaria, lo esencial es distinguir cuáles son las brechas de recursos que hay en la actualidad disponibles en la economía. En ese sentido, tener una referencia de lo que puede ser el producto potencial en el mediano o largo plazo, más allá de los dos años, es relevante por sus consecuencias sobre la demanda, pero menos relevante sobre lo que van a ser las perspectivas de la inflación en el transcurso de los próximos ocho trimestres. En esa dimensión se puede discutir cuál es la holgura efectiva, porque si hay restricciones, como son el salario mínimo o bien la percepción de que los costos laborales van a aumentar probablemente con esa restricción, la holgura efectiva de recursos en el mercado laboral es algo menor.
- Respecto del crecimiento potencial, la argumentación anterior es complementada indicándose que es muy sensible a las políticas internas y también al escenario externo. En efecto, se manifiesta que con buenas políticas de oferta, el crecimiento potencial puede ser más alto y en la actualidad la respuesta podría estar, por ejemplo, en los acuerdos comerciales que se están negociando con EE.UU. y Europa.
- En relación con las condiciones generales que presenta la economía chilena, uno de los asistentes a la reunión señala que se está frente a un entorno muy diferente al que había en los años 1997 y 1998, en diversos sentidos. Por una parte, está la dirección de los flujos de capitales, que en esos años poseían una fuerte inclinación a invertir en economías emergentes, situación que no se está dando actualmente.
- Por otra parte, durante los últimos años se ha dado un cambio importante en América Latina, particularmente en relación con la fortaleza de nuestros vecinos y principales economías de la región.
- A lo anterior se acota que los años previos a la crisis asiática fueron periodos de sobregasto más allá de lo que se podía financiar. En este sentido, existe la tendencia a menudo de hacer comparaciones con las cifras de esos años, lo cual es inapropiado, pues el exceso de gasto de ese entonces era absolutamente excesivo e insostenible. Este es un fenómeno que se aplica especialmente a algunos bienes durables como la venta de automóviles y también a la

construcción de viviendas. Se indica que si se hace una proyección, depurando los factores de más largo plazo, se observa que en la actualidad la economía chilena crece de acuerdo a sus valores de tendencia.

- Se señala, también, que se han realizado cambios estructurales de importancia en la economía chilena, como es la flotación cambiaria. Cuando se tiene un sistema en que el riesgo del cambio lo asume la autoridad, es decir, cuando se tiene una banda creíble, el tipo de cambio real necesario para provocar un efecto en la distribución de recursos es más bajo que el tipo de cambio real necesario para provocar el mismo efecto con un tipo de cambio más libre. Esto se debe a que hay un costo asociado con la incertidumbre sobre el tipo de cambio, costo que antes lo absorbía la autoridad y que ahora lo asume el sector privado. Se considera que este cambio es muy favorable para la economía chilena pues permite enfrentar de mejor forma la situación de choques externos y facilita el accionar de una política monetaria compatible con el mecanismo de metas de inflación.
- Otro punto que se considera importante destacar y que es una novedad respecto de la información que se tenía en septiembre, se refiere a que en la actualidad hay seguridad de cuál es el presupuesto del sector público, el que está acorde con lo que se había estimado en septiembre.

A continuación se presentan las opciones y recomendaciones de política económica derivadas de la presentación del informe y la posterior discusión al interior de los participantes a la reunión.

- El escenario central del informe analizado en esta reunión contempla una proyección de la inflación total que alcanza un 3,7% en el cuarto trimestre de 2001 y una cifra algo por debajo del centro del rango meta hacia fines del horizonte de política (fines del año 2002); mientras que la proyección de la inflación subyacente es más estable, con cifras de 3,5% y 3,1%, en los mismos plazos. Por otra parte, la proyección de crecimiento en el citado escenario central se ajusta a la baja respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre para 2000 (y se mantiene para 2001), como resultado de un escenario externo menos favorable, de un crecimiento del consumo más aletargado y de un *spread* soberano alrededor de 30 puntos base por encima de la trayectoria prevista hace tres meses para esta variable.
- En este contexto, plantear una **reducción** de la tasa de interés de política (TPM) a partir del escenario central no parece razonable en vista que las proyecciones de inflación no establecen una trayectoria de esta variable que amenace ir hacia el límite inferior del rango meta. Puesto de otro modo, no es argumento suficiente señalar que la demanda interna y la actividad económica crecerán menos que lo previsto en septiembre, porque otros factores, principalmente el tipo de cambio, hacen que una reducción de la TPM arriesgue hoy una trayectoria de la inflación no necesariamente convergente al centro del rango meta dentro del horizonte de 24 meses.
- Asimismo, los riesgos respecto del escenario central tampoco apuntan en la dirección de sugerir una rebaja de la tasa de interés. Destaca en este sentido la posibilidad de que la inflación se ubique persistentemente en tasas superiores a 4% debido a, por ejemplo, un traspaso de tipo de cambio a precios durante el año 2001 mayor al observado hasta ahora, con lo que el mercado podría poner en duda el compromiso del Banco Central con su meta inflacionaria.
- La misma trayectoria descrita para los distintos indicadores de inflación en el escenario central no hace recomendable un **aumento** de la tasa de interés de política. Por otro lado, en el curso de este año el Banco Central ha enfatizado la naturaleza transitoria del aumento en la inflación anual, señalando que a partir del primer semestre del próximo año se debiera observar una trayectoria de convergencia al centro del rango meta.
- En este contexto, desde ahora el Banco Central debe permanecer atento a un resurgimiento de la inflación a partir de la mitad del año 2001, de modo de enfrentar a tiempo una situación que merme la credibilidad de su compromiso anti-inflacionario. No hay aún evidencia suficiente para

que un escenario como éste sea dominante, pero se debe mirar con cuidado la evolución de márgenes, salarios y precios externos de los bienes durables para anticipar un fenómeno como el descrito.

- Tal como el mes pasado, entonces, la opción de ***mantener*** la actual TPM en 5,0% más UF parece prudente.

- **ACUERDO**

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es 5,0% sobre la variación de la Unidad de Fomento. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.