

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 11 celebrada el 14 de noviembre 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);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de División Internacional Interino);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de Programación Macroeconómica);
Pablo García Silva (Economista Senior de la Gerencia de Programación Macroeconómica);
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 noviembre de 2000.
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 sobre la base del informe mensual de política monetaria correspondiente al mes de noviembre:

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

- En octubre último, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 0,6%, mientras que la inflación que excluye la variación de precios de los productos perecibles y combustibles (IPCX) fue de 0,3%, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 4,5% y 3,1%, respectivamente. Las mayores variaciones se presentaron en aquellos servicios regulados asociados al dólar y a los combustibles, tales como transporte, electricidad y teléfonos. Adicionalmente, se presentaron reajustes en alimentos perecibles por efecto de la estacionalidad propia de esta época del año. Estos antecedentes confirman que, en los últimos meses, el incremento de la inflación se concentra en un mayor aumento de los precios de bienes no transables, mientras que los bienes transables muestran reajustes asociados sólo a

los precios de los combustibles.

- La evolución de la inflación de los bienes no transables fue producto de los efectos del incremento del precio del petróleo sobre tarifas reguladas y del aumento del tipo de cambio. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el alza que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad, que acumula un incremento de 7,7% desde principios de año hasta octubre.
- La inflación de los bienes transables, como resultado de la evolución de los precios de combustibles, aumentó 0,6%, igual que lo observado el mes anterior, alcanzando una variación de 2,9% (anual) en octubre último. Al interior de los transables, la tendencia decreciente de los precios de bienes durables se mantiene. En conjunto, la inflación de los bienes transables que excluye los precios de los perecibles y combustibles (IPCTX), alcanzó una variación de -1% (anual) durante octubre. Sin embargo, los últimos meses revelan que la contracción de estos precios se ha detenido luego de acumular una caída de 1,3% entre octubre de 1999 y agosto de 2000. En todo caso, esta evolución no alcanza a compensar el aumento experimentado por los precios de las importaciones de consumo y de la depreciación del peso en relación con el dólar y otras monedas (TCM y TCM5) observada en el mismo período. Por tanto, los márgenes de comercialización estarían aún comprimidos.
- En octubre los precios mayoristas (IPM) mostraron una variación mensual de 0,4%, como resultado de un aumento de 0,6% en los bienes nacionales y un descenso de 0,4% en los productos importados. El descenso en los precios de los bienes importados se originó en que el menor precio del petróleo observado en octubre con relación a septiembre tuvo un efecto mayor que la leve depreciación promedio que tuvo el peso en igual período. Así, el IPM de productos mineros importados cayó 7,2%, mientras los agrícolas e industriales aumentaron 0,3% y 0,7%, respectivamente. El incremento del IPM total en doce meses fue de 10,5%, la cifra más baja desde abril pasado.
- En octubre las paridades de referencia o precios de importación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEPP) se reajustaron en cifras del orden de 5% para la gasolina y 8% para el diesel. Los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEPP pero se ha reducido el tamaño del subsidio a los consumidores.
- Los salarios nominales muestran signos de aceleración desde principios de año, alcanzando en septiembre una variación mensual de 0,6%. Esto se ve también reflejado en tasas de variación nominal anual de las remuneraciones por hora, que alcanzaron un 5,5% (anual) en septiembre. Por su parte, la variación del costo de la mano obra fue de 4,6% (anual), mientras que los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento 5,1 % (anual). Si bien la aceleración de los salarios es coherente con el aumento de la inflación a lo largo del primer semestre de este año, ella ha sido más de un punto porcentual inferior a la que se hubiese esperado de acuerdo a la experiencia de los años noventa. Este fenómeno de menor crecimiento relativo a lo esperado de los salarios se basa en un comportamiento moderado de las remuneraciones de servicios comunales, sociales y personales. Por otra parte, la continua expansión de la productividad media del trabajo durante el año ha mantenido relativamente constante los costos laborales unitarios nominales desde septiembre de 1999.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario Internacional

- El escenario internacional continúa siendo afectado por la incertidumbre que genera el precio del petróleo y su evolución futura. Algunos factores que inciden en esta incertidumbre son: (1) la poca claridad de la política de precios y producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP); (2) el conflicto en Oriente Medio; (3) la posibilidad de un invierno anticipado y más crudo en el hemisferio norte; (4) inventarios históricamente bajos; y (5) incertidumbre respecto de la real capacidad de la OPEP para aumentar inmediatamente su

producción. Si bien durante los últimos días de octubre la OPEP acordó incrementar en 500 mil barriles diarios su producción, esto nuevamente reflejó un sinceramiento de producción por sobre las cuotas. Los precios futuros para el año 2001 consideran que los niveles actuales se mantendrían durante el primer trimestre, comenzando a presentar un leve descenso recién en el segundo trimestre, promediando en el año US\$28 el barril, algo sobre los US\$26 considerados en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

- El cobre, luego de haber alcanzado precios promedio de 89 centavos de dólar la libra durante septiembre, ha retrocedido en línea con una menor velocidad de reducción de inventarios. Luego, los supuestos para el precio del cobre para este año considerados en el Informe de Política Monetaria, siguen siendo los adecuados. Los precios futuros, en tanto, se han ajustado a la baja, influidos en gran medida por los valores *spot*, pero las condiciones del mercado mundial (consumo y producción) indican que la proyección de 87 centavos de dólar la libra promedio para el 2001 se mantendría.
- Por otra parte, continúa consolidándose la percepción de una moderación del crecimiento en las principales economías, particularmente en el caso de la economía de los Estados Unidos de América (EE.UU.). Así, el escenario central para esta economía sigue siendo el de convergencia entre la demanda interna y el crecimiento potencial, mientras que la productividad seguirá mostrando incrementos significativos. La información al tercer trimestre, tanto respecto del Producto Interno Bruto (PIB) como del mercado laboral, revela la posibilidad de un aterrizaje suave. Durante el cuarto trimestre de 2000 y principios del próximo año, este proceso debiera continuar debido al efecto de la disminución del precio de los activos y la caída en el ingreso disponible producto de los elevados niveles del precio del petróleo.
- En la medida que este escenario internacional central se desenvuelva sin sobresaltos, se descarta una nueva acción restrictiva por parte de la autoridad monetaria norteamericana, y de hecho se podrían esperar recortes en la tasa de interés hacia el primer trimestre del 2001. Escenarios alternativos, con una aceleración fuerte de la inflación o un colapso de los mercados accionarios y del dólar aparecen por ahora como poco probables, aunque de ningún modo descartables.
- En Europa, en tanto, el aumento en las tasas de interés y el impacto contractivo del mayor precio del petróleo han apoyado una desaceleración de la actividad durante el segundo semestre. Esta desaceleración se prolongaría durante el 2001, producto además de que el Euro detendría su caída. En todo caso, la economía estaría alcanzado un nivel de crecimiento estable para los últimos meses del año. En este sentido, las últimas proyecciones de expansión del PIB se mantienen en torno a 3,5% para el presente año, para alcanzar un 3% en 2001 y 2002. No obstante, persiste un riesgo de una desaceleración mayor de la producción, lectura que se obtiene de las encuestas relativas a la confianza de los distintos sectores en el comportamiento de corto plazo de la economía.
- En forma coherente, el Banco Central Europeo ha decidido mantener la tasa de interés de política en 4,75% en su reunión de principios de noviembre, considerando además las expectativas de una reversión en la tendencia de la inflación en los siguientes meses, luego de pasado el efecto base de la escalada del precio del petróleo, y el comportamiento algo más favorable de M3 en los últimos meses. A juicio de la autoridad, no parece necesario un aumento adicional en la tasa de interés de política, al menos en el corto plazo. Este escenario ha sido validado por el mercado, el cual en la actualidad no incorpora decididamente un incremento de la tasa *repo* para el primer trimestre del próximo año.
- El escenario central del Informe de Política Monetaria considera un aumento de la inflación mundial en dólares para los próximos dos años. Esto es consistente con una recuperación del valor del euro hasta valores cercanos a US\$1/Euro. Al respecto, aunque existen algunas señales económicas que podrían ser favorables para un repunte del euro, los agentes del mercado todavía no apuestan a favor de la moneda europea. Ello, a pesar de tres intervenciones oficiales, a fines de septiembre y los días 3 y 6 de noviembre pasados. De darse un escenario de continua fortaleza para el dólar, las presiones inflacionarias importadas en

Chile serían algo menores durante 2000 y 2001.

- La alta volatilidad de los mercados financieros observada recientemente, junto con la inestabilidad de algunos países de la región, son elementos que contribuyen a explicar el incremento de los premios soberanos de las economías emergentes durante octubre. Para el caso de Chile, éste se elevó hasta 240 puntos base hacia fines de octubre, nivel superior al esperado para fines de este año de acuerdo a las proyecciones de septiembre (185 puntos base).
- Los flujos de fondos accionarios y de bonos, tanto de la generalidad de las economías emergentes, como de América Latina, muestran un panorama similar. Las proyecciones de flujos de capitales de JP. Morgan se han ajustado a la baja, no sólo para este año, sino que también para el próximo, para el total de las economías emergentes. En el caso de América Latina, hoy se proyecta una caída del orden de 15% en los flujos de capitales para el año 2000, superior que la caída de 4% esperada en septiembre pasado. Para el año 2001 el panorama aparece algo más auspicioso, con una recuperación de 28% en vez del 20% previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Sin embargo, es necesario notar la mayor incertidumbre hoy respecto del desempeño de la economía argentina. Estos antecedentes indican que un escenario con una mayor y más prolongada contracción de los flujos de capitales hacia Latinoamérica tiene hoy una mayor probabilidad de ocurrencia.
- En general, el escenario internacional se mantiene similar al considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, salvo por dos elementos: (1) el precio del petróleo, que se mantendría en los niveles *spot* por lo menos hasta el primer trimestre del próximo año. Esto puede significar que precios del crudo por sobre los US\$30 el barril son un fenómeno de carácter más permanente que lo esperado. (2) Los premios soberanos y los flujos de capital hacia América Latina muestran un panorama menos positivo, como resultado principalmente de la incertidumbre en la región. Nuevamente, la consolidación del aterrizaje suave en EE.UU., junto con la sostenida debilidad del euro, permite prever que la escasez de financiamiento puede tener un carácter de mayor persistencia en el tiempo. Lo anterior tiene implicancias directas sobre la velocidad de crecimiento de la demanda interna y sobre el nivel al que convergerá el tipo de cambio real en el próximo bienio.

2. Mercados Financieros en Chile.

- En Octubre, la tasa de interés de política monetaria (TPM) y del PRBC-90 se mantuvieron en 5,0%, mientras que las tasas de interés de captación de corto plazo (90 a 365 días) observaron un diferencial similar al de septiembre respecto de la TPM, manteniéndose en torno a 4,9%. Las tasas de interés de más largo plazo mostraron una evolución descendente, alcanzando hacia fines de octubre el PRC-8 un 6,0%, con una tasa de interés promedio de 6,1% en octubre *versus* un 6,2% en septiembre. Esta evolución ha estado ligada a las novedades en el frente interno, en particular la sostenida alza de la tasa de desocupación. En efecto, las condiciones de financiamiento externas se tornaron más desfavorables desde septiembre: el aumento del recargo financiero a las empresas chilenas ha sido de más de 40 puntos base, lo que ha más que compensado la leve disminución del retorno del bono reajutable de EE.UU.
- Esta evolución de la curva de rendimiento es consistente con los resultados de noviembre de la encuesta mensual de expectativas privadas realizada por el Banco Central. Para los próximos seis meses se espera que la TPM no aumente más allá de 25 puntos base, llegando a 5,5% hacia fines del 2001 y entre 5,75% y 6,0% a fines del 2002. De forma similar, se espera que las tasas de interés de largo plazo cierren el año en torno a 6,0% y que alcancen a 6,3% a fines del 2001 y 2002. Con todo, las expectativas privadas prevén condiciones monetarias más holgadas para los próximos dos años.
- Por otro lado, durante las últimas semanas la tasa interna de retorno media de las letras hipotecarias y bonos de empresas disminuyó levemente respecto de septiembre. Como la disminución en el PRC-8 fue de mayor magnitud, el recargo de los instrumentos de renta fija de

largo plazo respecto del PRC-8 experimentó un aumento, persistiendo en niveles superiores al promedio histórico. En línea con lo anterior, al mes de septiembre no se observaba aún una recuperación clara en el crédito financiero a empresas o personas. En octubre, sin embargo, la información agregada muestra una leve tendencia al alza en los niveles desestacionalizados, y la tasa de interés reajutable de colocación de 90 a 365 días disminuyó cerca de 30 puntos base respecto de septiembre.

- En tanto, la evolución de los agregados monetarios más líquidos durante octubre registró crecimientos mensuales reales desestacionalizados negativos, lo que es consistente con la percepción de una moderación de la demanda interna durante el segundo semestre del año. En relación con los agregados monetarios más amplios (M2A y M7), se aprecia una tendencia al alza en niveles desestacionalizados, consistente con la leve recuperación del crédito financiero.
- Luego de haberse transado a \$570 por dólar con posterioridad a la reunión de política monetaria del 28 de agosto, el peso se mantuvo estable en torno a los \$560 por dólar, hasta el 10 de octubre. A contar de esa fecha se depreció fuertemente, llegando a fluctuar entre \$570 y \$575 por dólar hacia fines de octubre y principios de noviembre. Los precios futuros señalan una depreciación adicional para el peso respecto del dólar en el rango de 2,5% a 3,0% dentro de un horizonte de un año.
- La evolución del tipo de cambio real en el largo plazo estará determinada por el camino que sigan estas variables fundamentales. En este sentido, el escenario central de septiembre suponía una recuperación gradual de la demanda y la actividad global junto con una reducción paulatina de los premios soberanos. Los antecedentes más recientes pueden poner una sombra de duda respecto de la validez de estos supuestos para el mediano plazo, lo que apoyaría un tipo de cambio real de equilibrio algo más depreciado en adelante.
- En síntesis, el efecto de las tasas de interés sobre las condiciones monetarias ha sido expansivo, dado por el menor nivel para las operaciones de corto y largo plazo, que influyen sobre la demanda agregada. En consecuencia, el costo del crédito interno se ha moderado después de la reducción de la TPM, aunque esto ha sido de mayor magnitud en las tasas de colocación a menor plazo, lo que debería tener un efecto positivo sobre la recuperación del consumo. Sin embargo, los indicadores de costo del crédito de más largo plazo muestran una disminución más lenta, lo que podría retardar la recuperación de la inversión, más aún dado el alto nivel de endeudamiento de las empresas medianas y pequeñas.
- El panorama general que se obtiene al analizar la evolución reciente de las principales variables financieras es coherente con una moderación de las expectativas privadas de crecimiento de la demanda. Cabe señalar que aunque las condiciones monetarias más expansivas prevalecientes hoy son un factor de estímulo para la demanda agregada, esto no debiera ser de por sí fuente de presiones inflacionarias. En efecto, la evolución del sector real de la economía parece ser coherente con una menor tasa de interés real de equilibrio y un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado.

3. Demanda y Oferta

- Antecedentes preliminares confirman la trayectoria de expansión moderada para la actividad global, con un crecimiento del PIB de 5,9% (anual) durante el tercer trimestre del año 2000, lo que incluye una estimación preliminar para el IMACEC de septiembre de 4,0% (anual). Este crecimiento es algo superior al proyectado en el escenario central del Informe de Política Monetaria de septiembre, como consecuencia de un dinamismo mayor al esperado en el sector de transporte y telecomunicaciones. No obstante lo anterior, la velocidad de crecimiento trimestre a trimestre continúa siendo moderada, similar a lo observado durante el primer cuarto del año. Esto confirma que las variaciones anuales en el PIB reflejan hasta ahora el impacto del acelerado crecimiento durante el cuarto trimestre de 1999.
- Por su parte, en términos agregados, la estimación preliminar es que el gasto interno habría

crecido un 6,6% (anual) durante el tercer trimestre. La reducción a casi la mitad en la tasa de expansión anual, con relación a la observada el primer semestre muestra que la variación en doce meses del gasto, al igual que el PIB, refleja crecimientos producidos con anterioridad, y basados fuertemente en la acumulación de existencias. En efecto, es previsible una caída en el nivel desestacionalizado de la demanda interna durante el tercer trimestre, con relación al período inmediatamente anterior.

- Por otra parte, el consumo privado en el tercer trimestre continuó afectado negativamente por las altas tasas de desocupación y los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. Las ventas de supermercados y las ventas del comercio desestacionalizadas siguen mostrando una velocidad de expansión negativa, con valores durante este trimestre de -2,4% (trimestral) y -1,4% (trimestral), respectivamente, mientras que las ventas de bienes durables y de consumo habitual continúan mostrando un comportamiento débil. A su vez, la fuerte contracción de las importaciones de consumo y de las ventas de vehículos nuevos muestran que la acumulación de inventarios ha sufrido una importante moderación luego del primer semestre.
- Se espera que los salarios reales continúen mostrando niveles deprimidos durante los próximos trimestres. También las expectativas de los hogares se han deteriorado marcadamente entre julio y septiembre, tal como lo indica la encuesta de Percepción y Expectativas sobre la Situación Económica de la Universidad de Chile, donde se señala que un 35% de las personas encuestadas cree que la situación económica en un año más será mejor que hoy, fracción que llegaba a 46% en julio pasado. Por otra parte, el Índice de Percepción Económica de ADIMARK de septiembre muestra que sólo el 24% de las personas encuestadas tiene una visión positiva de la situación económica, lo que confirma el sostenido deterioro de este indicador desde marzo.
- Es indudable que tras estas percepciones negativas está la débil creación de empleo en la economía. La tasa de desocupación desestacionalizada ha mostrado un aumento de más de un punto porcentual desde abril, llegando en el trimestre móvil julio-septiembre a 10% (10,7% con efecto estacional). Este incremento en la desocupación sería más acentuado aún si la tasa de participación como un todo no se hubiese reducido en el mismo período. El empleo agregado cayó un 1% (trimestral) en el tercer trimestre, esto es, 50 mil puestos de trabajo. Contribuyeron a este resultado los sectores industria y comercio, con caídas de 30 mil y 70 mil ocupaciones, respectivamente. Por el contrario, el empleo en la construcción, transporte y telecomunicaciones presenta un incipiente aumento.
- Hasta ahora la evolución de los salarios reales se ha ido ajustando gradualmente a la lenta creación de empleo: los salarios reales en el tercer trimestre mostraron una velocidad de expansión de sólo 0,5% (trimestral). El impacto sobre costos se vio más amortiguado debido al aumento de la productividad, que ha permitido mantener los costos laborales unitarios nominales prácticamente constantes desde hace un año. Por su parte, los salarios de la industria, medidos en dólares, han evolucionado paralelamente con el tipo de cambio real, lo que indica un abaratamiento relativo de la mano de obra en dicho sector. Si bien a futuro se espera una mayor aceleración salarial como resultado de la indización automática, es posible también que se siga dando la situación actual, con un crecimiento de los salarios nominales moderado.
- De este análisis se desprende que tanto el deprimido consumo, como el aumento en la productividad en la industria, están detrás de la débil creación de empleo. Sin embargo, en la medida que el empleo en la construcción se consolide a lo largo del próximo año, las perspectivas para el consumo privado mejorarán, y con ello la demanda de empleo en la industria y el comercio. Asimismo, es posible que el sostenido crecimiento de las exportaciones motive un incremento del empleo en los sectores destinados a satisfacer demanda externa. En todo caso, es posible que existan asuntos de orden microeconómico que dificulten la creación de empleo en la actualidad. En ese escenario, tanto las implicancias sobre presiones inflacionarias como la recomendación de política difieren de las que se derivan de un escenario donde una deprimida demanda agregada es el único factor que limita la creación de empleo.

- En relación con la inversión, se pueden apreciar algunas luces de optimismo. A pesar que la velocidad de expansión de las ventas de bienes de capital fue de -1,3% (trimestral) en el tercer trimestre, las importaciones de bienes de capital mostraron una elevada velocidad de expansión de 7% (trimestral) en septiembre, explicada por importaciones realizadas por el sector de transporte y telecomunicaciones. Una interrogante es el grado de persistencia de esta recuperación en la inversión en dicho sector. La construcción, por su parte, entrega algunas señales positivas: mientras los permisos de edificación se expanden a una tasa de 12,4% (trimestral), el empleo y las remuneraciones del sector muestran una recuperación incipiente. Sin embargo, las ventas de viviendas han caído 6,0% (trimestral), lo que ha aumentado los stocks de viviendas nuevas en 8% (trimestral). En todo caso, el conjunto de antecedentes indican una expansión anual de la formación bruta de capital cercana a 6% durante el tercer trimestre, con lo que se confirma la proyección de un crecimiento nulo para el año 2000 como un todo.
- Por su parte, estimaciones preliminares indican que las exportaciones de bienes y servicios durante el tercer trimestre mostraron una expansión de 7% (anual) en términos reales. Las importaciones, a su vez, moderaron de forma importante su expansión, reflejando la desaceleración de la demanda interna, en particular la acumulación de inventarios.
- En relación con la política fiscal, la ejecución del primer semestre 2000 arrojó un incremento del gasto público con impacto macroeconómico de 5%. Puesto que el crecimiento del gasto público, según lo contemplado en el presupuesto, no debiera superar el 3,3%, no se esperaría una política fiscal expansiva en el segundo semestre. Más hacia adelante, la Ley de Presupuestos anticipa un crecimiento del gasto nominal con impacto macroeconómico de 8% para el año 2001, permitiendo un restablecimiento paulatino del equilibrio fiscal. Los supuestos de crecimiento potencial de la economía y de precio del cobre de largo plazo, que determinan este crecimiento del gasto, son razonables y similares a los contenidos en el Informe de Política Monetaria de septiembre.
- En síntesis, el diagnóstico de lenta recuperación de la demanda interna parece estar validándose con los datos más recientes. La creación de empleo continúa siendo lenta, lo que acota las posibilidades de una recuperación del consumo y la confianza en los hogares en el corto plazo. La inversión, por su parte, sí muestra signos de un incipiente dinamismo, lo que puede dar luces acerca de la fuente de creación de empleos hacia el 2001. En este sentido, es importante que el comportamiento de los salarios reales no sea un impedimento al aumento de la ocupación, y que se despejen incertidumbres de orden microeconómico que pueden estar siendo una traba a la creación de empleo.

4. Conclusiones

- El diagnóstico de recuperación moderada de la demanda presentado en el Informe de Política Monetaria de septiembre se ha afianzado. Esto, como resultado de: menores perspectivas de recuperación de los flujos de capitales a economías emergentes; premios soberanos más elevados; el estancamiento de los niveles de empleo; y la pérdida de dinamismo del consumo y de acumulación de inventarios. Adicionalmente, este diagnóstico ha sido crecientemente adoptado por el sector privado, lo que se aprecia tanto en el comportamiento de la curva *forward* como en los resultados de la encuesta de expectativas privadas.
- Los resultados de la reciente encuesta de expectativas del Banco Central muestra que en el mediano plazo no se observan cambios sustanciales en las expectativas de inflación del sector privado, situándola en diciembre del 2001 algo por debajo del techo del rango meta fijado por la autoridad (3,9%).
- Diversos factores de riesgo ponen en peligro el proceso de desinflación hacia el centro de la banda que debería comenzar a principios de 2001. El principal es el comportamiento del precio del petróleo. Al respecto, es necesario notar que un precio del crudo sostenidamente por sobre los US\$30 por barril podría indicar que la escasez de combustible pasa a ser un fenómeno más permanente que transitorio, lo que cambia el diagnóstico respecto de la persistencia de las

presiones inflacionarias. A su vez, dado que el escenario central para la economía mundial hoy parece ser la combinación de aterrizaje suave con escasez de flujos de capitales, los riesgos estarían nuevamente en un aterrizaje más brusco y/o una violenta caída en los mercados financieros. Ambos escenarios alternativos presentan riesgos a la baja en la proyección de crecimiento de la demanda interna y el crecimiento global.

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.

- Se estima que el cuadro presentado relativo a la evolución de la economía internacional está levemente optimista en relación con las proyecciones más recientes. Se argumenta que en la actualidad existe bastante consenso en torno a que la expansión de la economía mundial va a ser inferior al 4% y la expansión de la economía norteamericana, los años 2001 y 2002, va a estar más cerca del 3% que del 3,6%. Por lo tanto, se señala que desde esa perspectiva, el cuadro internacional es bastante menos favorable, lo que representa una mala noticia para Chile.
- Asimismo respecto de los flujos de capitales, se indica que se va a continuar observando un cuadro de escasez y de mucha inestabilidad, reafirmando la idea que el entorno externo será un poco más negativo de lo que ha sido presentado anteriormente.
- Dentro del ámbito internacional, otro de los asistentes manifiesta que en términos globales hay en la actualidad más inestabilidad financiera que la usual. Ello no obstante existe consenso en considerar que la economía argentina probablemente ya pasó por el *peak* de inestabilidad, principalmente después del paquete de medidas anunciado recientemente por el Fondo Monetario Internacional (FMI), descartándose en la actualidad el riesgo de " *default*". El hecho que exista un paquete de ayuda del FMI permite que los pagos externos del próximo año de Argentina estén garantizados. La situación más clara respecto del futuro de la economía transandina ha permitido la vuelta a estados de mayor tranquilidad en los mercados financieros internacionales en general, y de la región, en particular. Pese a ello, se indica que el efecto negativo sobre los flujos de capitales hacia economías emergentes se derivaría de que los niveles actuales de volatilidad son mayores que los que prevalecían en el pasado, antes de que comenzara la crisis.
- A lo anterior se acota que aparte del escenario internacional, donde se han acumulado antecedentes relativamente negativos para la economía chilena, en particular con lo que serían las perspectivas de EE.UU. y Argentina, existe otro punto a destacar, que se ha venido observando estos últimos meses, y es el que se refiere al empleo y a la reciente evolución del desempleo. En efecto, se argumenta que no sólo se han mantenido cifras de menor empleo como ya se había anunciado en agosto, sino que además, estas cifras se han agudizado, a pesar de que hay una situación de crecimiento en la economía. Se considera que este es un fenómeno importante respecto de lo que ha sido la evolución reciente del consumo.
- Adicionalmente se indica que el comportamiento de la tasa de desocupación es aún más notable, dado no sólo por el estancamiento del empleo, sino que por la reducción de la tasa de participación que ha ocurrido en los últimos meses. Se señala que la fuerza de trabajo en este momento está prácticamente constante a niveles absolutos, lo cual revela que el aumento de la participación en el momento de mayor desempleo, el año pasado, por efecto de trabajo adicional, ahora no solamente se mantuvo, sino que de hecho se está revirtiendo y empezó a generar una situación en la cual la gente decide no participar debido a que las perspectivas en el plano laboral no son buenas. No solamente la demanda está deprimida sino que también la oferta.
- En otro orden de cosas, se señala que lo que antes parecía el factor más flojo dentro de la demanda interna, la inversión, hoy día aparece como el más dinámico de acuerdo a los datos más recientes. Es algo que es destacable, pues hay que ver qué tipo de proyectos se están desarrollando o hacia qué sectores va ese nuevo impulso de inversión. Se manifiesta que no

sería extraño que mucha de esta inversión fuera para sustituir trabajo dentro de los sectores activos ante la perspectiva de un crecimiento eventual del costo laboral. El costo laboral hay que evaluarlo, tomando en cuenta el aumento de la productividad, junto con los deflatores que se usan para calcular el costo real de los salarios en un instante. Se indica que no es lo mismo, en particular hoy en día, deflactar el IPC que tiene todos los componentes del petróleo, que deflactar por el precio relevante para un sector. Es muy distinto, ya que hay algunos sectores donde los precios se han mantenido estables en términos nominales, por lo cual, un aumento del salario nominal de 5% ó 6% implica un enorme incremento en el salario real de ese sector. En este sentido, el sector comercio sería uno de los más afectados, debido a la importante reducción de los márgenes, hecho que no se verifica en las cifras de salarios reales deflactados con IPC.

- Uno de los participantes de la reunión comenta respecto de la evolución de los términos de intercambio durante el segundo semestre de este año, en el sentido de hacer una comparación con lo previsto en el Informe de Política Monetaria, donde se pensaba que el segundo semestre de 2000 se tendría una mejora relativamente importante, en relación con lo verificado en el primer semestre.
- Al respecto se señala que los tres precios más importantes, petróleo, cobre y celulosa, durante el último trimestre se ubican en niveles de precios similares a los proyectados, por lo que se mantendría la evolución prevista para los términos de intercambio.
- A modo de síntesis del diagnóstico se plantea la mantención del escenario central del Informe de septiembre con pequeñas desviaciones en distintos ámbitos, especialmente en el sector externo, y en menor medida en el sector interno por el lado del empleo y la demanda, es decir con pequeños movimientos en la misma dirección que el Informe de septiembre anticipaba. En el ámbito externo, se observa una economía internacional que se desacelera, pudiendo hacerlo algo más rápido que lo que se había anticipado, con un movimiento en la misma dirección de lo que estaba contemplado en el Informe de septiembre.
- Asimismo se destacó el hecho que en reuniones pasadas se mencionó reiteradamente el riesgo de un posible traspaso de devaluación a precios internos, relación que en la actualidad no evidencia antecedentes concretos que permitan sostener que eso sea algo que esté operando con alguna intensidad distinta a la esperada. En particular se destaca el impacto que ha tenido la evolución del tipo de cambio sobre algunos precios regulados donde influye directamente, siendo el impacto sobre precios de los transables subyacentes en la actualidad mínimo.

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:

- Aunque la información respecto del desempeño de la economía nacional en el último mes no es muy diferente a lo visto en la reunión de octubre y, en menor medida, a lo proyectado en el Informe de Política Monetaria de septiembre, los riesgos que se observan en el frente externo aparecen hoy algo más sombríos. Dentro de ellos destaca la prolongación del precio del petróleo por sobre los US\$30 el barril, con lo cual se va transformando en una situación más permanente con implicancias negativas en el crecimiento global y en una mayor inflación externa. Ello traería una mayor inflación doméstica en el corto plazo que tendería a revertirse en un plazo mayor en la medida que el menor crecimiento mundial implicaría una importante caída también en el crecimiento de la economía chilena. También sobresale un empeoramiento en la percepción de analistas e inversionistas respecto de la economía argentina y sus posibilidades de conseguir financiamiento externo. Finalmente, el escenario de aterrizaje suave en EE.UU., aunque aún dominante, está siendo desafiado en la actualidad por un escenario alternativo de un aterrizaje más brusco en la medida que se teme una caída más drástica y duradera de los precios de activos (especialmente las acciones tecnológicas) y que no se resuelve el entrapamiento político de las elecciones presidenciales.
- A nivel local, las expectativas de los agentes siguen medianamente deprimidas en cuanto a la

actividad económica, lo cual se correlaciona con un rebelde y alto desempleo. La inflación total ha superado largamente el borde superior de la meta rango, pero hay coincidencia entre los agentes económicos que prácticamente todo el incremento de la inflación en el presente año se debe a la triplicación de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 1999. Las expectativas de inflación en la última encuesta revelan un leve incremento en noviembre para fines del próximo año, pero mantienen a la medida de inflación subyacente dentro del rango meta (aunque por encima de 3%). Finalmente, la proyección de crecimiento para este año y el próximo es algo menor, en torno a 5,5%, lo que evidencia que los desarrollos externos han sido en parte incorporados en las expectativas privadas. Esto, a su vez, se ve reflejado en condiciones monetarias más expansivas que el mes pasado, en la medida que el tipo de cambio se ha depreciado al tiempo que las tasas de interés de largo plazo han mostrado una leve caída.

- En este contexto, la opción de *reducir* la tasa de interés de política monetaria desde su actual nivel de UF más 5% no parece coherente con la posibilidad de un precio del petróleo sostenidamente por sobre los US\$30 el barril y las expectativas de inflación prevalecientes en el sector privado para fines del año 2001. Es previsible que, si se desarrolla un escenario externo más negativo, se afectaría más el crecimiento del PIB (hacia abajo) que directamente la inflación interna (hacia arriba), por lo que en balance no se vislumbra un recrudescimiento de la inflación en el mediano plazo en estas circunstancias. De este modo, una actitud de "esperar y ver" parece la más aconsejable.
- No obstante, al igual que en la reunión de octubre, es necesario recordar la necesaria vigilancia en los efectos de segunda vuelta de una inflación total e indicadores de expectativas de inflación que mantienen una trayectoria al alza. Asimismo, es también relevante observar el comportamiento de los salarios nominales y reales y la evolución del debate sobre reformas de orden microeconómico de mercados clave, puesto que ambos factores pueden incidir sobre la evolución del desempleo y, en consecuencia, sobre el dinamismo de la demanda interna y la inflación.

ACUERDOS

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.