



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 2  
DE POLITICA MONETARIA

Celebrada el 24 de febrero de 2000

---

En Santiago de Chile, a 24 de febrero de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste el señor Ministro de Hacienda Subrogante,  
don Alvaro Clarke De la Cerda.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia,  
doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Inicia la Sesión el Presidente señalando que ésta ha sido convocada para tratar el informe de política monetaria mensual y cede la palabra al Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé L.

El señor Morandé entrega el siguiente informe:

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

En enero último la inflación tuvo un comportamiento muy positivo en el sentido que alcanzó una cifra del 0,2% y algo menos en el IPC subyacente.

La tasa de variación nominal de los salarios disminuyó a 4,7% lo que ha ayudado a este desarrollo favorable en términos de la inflación.

Para los meses de febrero y marzo, se proyectan aumentos de la tasa de inflación como resultado de fenómenos que se revisarán posteriormente, pero que básicamente se resumen en el efecto del aumento del costo de los combustibles y sus efectos inmediatos sobre el precio del transporte colectivo. De esta manera, se piensa que la inflación en el mes de febrero estaría cercana al 0,6%, para elevarse durante el mes de marzo a una cifra entre 0,9% y 1% comparando mes con mes. Con esto, la inflación en doce meses sería de 3,9% hacia fines del primer trimestre y de 3,2% en el caso de la inflación subyacente.

Ha habido un comportamiento favorable de los perezables lo que ha evitado un efecto aún mayor de estas presiones de costo sobre la inflación.



## II. Factores Relevantes para la Inflación Futura.

### 1. Escenario Internacional:

Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo optimistas, pero hoy día existe un poco más de temor respecto de la manera en que va a desenvolverse la economía norteamericana, en un contexto donde se presume va a haber presiones inflacionarias y una reacción consecuente de parte de la Reserva Federal. Ha habido alzas de tasa a principios de febrero, en el caso de Estados Unidos de América y Europa y se anticipa también un aumento adicional de tasas, en la tercera semana de marzo, en el caso de Estados Unidos.

También es relevante lo que está ocurriendo con el precio del petróleo que se mantiene, por ahora, en nivel alto y hay bastante expectativa respecto de lo que pudiera ocurrir con las reuniones que se van a sostener, durante el mes de marzo, tanto en el marco de la OPEP como entre miembros de esta última organización y otros países petroleros que no son miembros de esta organización. También hay una presión importante de parte de Estados Unidos, para que los precios no mantengan sus actuales niveles por la vía de aumentar la producción.

### 2. Mercados Financieros en Chile:

Hasta hace poco, no había mayores novedades en el comportamiento de las tasas de interés o del tipo de cambio; sin embargo, en los últimos días ha habido algunas variaciones en el margen, una leve tendencia al alza de la tasa de interés a 90 días, a un año y también de las tasas largas, anticipando, tal vez, lo que podría ser una medida de parte del Banco Central.

En el caso del tipo de cambio, el margen ha mostrado más bien una tendencia a la baja. Estos movimientos del tipo de cambio están influidos, en el corto plazo, por una situación puntual que es el aumento de tasas nominales en pesos, como resultado de las mayores perspectivas de inflación que tienden a encarecer la posición cambiaria de los bancos, y por lo tanto, a apreciar el peso. Lo mismo puede señalarse en el sentido que el tipo de cambio multilateral también ha mostrado una tendencia similar a la del tipo de cambio observado, por lo cual, también hay un reflejo en el valor del dólar en Chile de lo que está ocurriendo con el valor del dólar en términos de otras monedas duras.

### 3. Precios Importados:

El factor más relevante es el referido al precio internacional del petróleo. Lo que se discute hoy día no es tanto si el precio va a ajustarse a la baja, sino más bien cuánto a la baja pudiera ajustarse hacia fines de año. Se han considerado dos opciones principales: la primera, que el precio del petróleo, al igual que en el informe de enero, llegase a un valor de US\$ 20 el barril; considerando que hoy día tiene un valor de US\$ 28, significa una reducción importante. La segunda supone una caída hasta US\$ 23 el barril, a fines de año, dando un promedio de US\$ 25 para el año, en su conjunto, en un escenario que es más pesimista.

Por otro lado, ha habido algunas buenas noticias en materia de IPM, de precios mayoristas, en el sentido que las fuertes alzas que manifestó a fines del año pasado, en el mes de enero mostraron una reducción importante, lo que en cierta forma puede deberse a un cambio de tendencia de la depreciación del peso.



#### 4. Demanda y Oferta:

Aún cuando en el informe entregado se menciona que no hay cambios muy relevantes en este panorama y se hace mención a escasos antecedentes que habría respecto de meses más recientes, se ha ido estimando alguna información parcial sobre datos de actividad económica en el mes de enero, para tener una idea de cómo podría ser el IMACEC de este mes. Estas estimaciones preliminares señalan, que en el mes de enero es muy probable que el IMACEC sea superior al de diciembre en términos de tasa de acción anual, es decir, algo por encima de 5% y sin descartar que pueda ser más bien cerca de 6%.

La información para el mes de febrero es más transitoria y más preliminar que la de enero por razones obvias, pero lo que se puede averiguar del comportamiento de las importaciones proyectadas, también permite inferir un resultado bastante positivo en materia de IMACEC previsible para el mes en curso, es decir, considerando que las importaciones se proyectan como para tener un crecimiento entre 15% y 20% en el mes de febrero, eso tiene un efecto sobre el IMACEC de febrero de sólo ocho décimas sobre lo que se había proyectado con anterioridad.

Otra información relevante habla de una situación algo más acotada. Al observar las cifras del comportamiento monetario, hay una situación de desaceleración del ritmo de crecimiento que traían los agregados monetarios durante los meses de enero y febrero, aunque no queda claro si eso responde a una evolución de la actividad económica más lenta o más bien a un ajuste previsible dado el fuerte aumento de liquidez que hubo antes del cambio de milenio.

#### 5. Factores Transitorios que afectan la Inflación: Perecibles, Combustibles, Precios Regulados e Impuestos Indirectos:

Nuevamente es relevante el tema de los combustibles, no tanto desde el punto de vista de su evolución a nivel internacional, sino de su evolución a nivel interno. Es posible que en cualquier escenario de los que se han mencionado, tanto aquel en que el precio del petróleo baja a US\$ 20 el barril como en el que baja a US\$ 23 el barril, sea necesario un ajuste adicional de los precios de referencia del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo. Habría de todos modos un ajuste al alza en los precios internos bastante más pronunciado en el caso que el precio del petróleo tienda a permanecer en el escenario más malo, es decir, que termine en US\$ 23 el barril.

### III. Perspectivas para la Inflación Futura

#### 1. Escenarios de Proyección:

Se han mencionado los supuestos básicos en materia de precio del petróleo, para configurar los dos escenarios que están puestos en esta parte del informe. Para tener una figura completa, se han considerado los mismos supuestos que en el informe de enero en materia de crecimiento y de tipo de cambio, esto es, un tipo de cambio algo por encima de lo que se está viendo en la actualidad, es decir, un tipo de cambio para el primer trimestre de \$ 515 por dólar y que después tiene una tendencia más bien al alza, en términos nominales, en circunstancia que hoy día el tipo de cambio tiene un valor, en el margen, más bien cercano a \$ 508 por dólar.

En materia de crecimiento se observa el mismo ritmo que se supuso en el informe anterior, es decir, pensando en un crecimiento anual del orden de 5,7%. La trayectoria para conseguir el 5,7% para el año en su conjunto y lo que se prevé para el primer trimestre, es un crecimiento del orden de 5,4%, por lo que se puede anticipar con los datos muy preliminares del IMACEC de enero y febrero que posiblemente se podría estar por encima de ese 5,4%.



## 2. Conclusión:

Para una tasa de instancia monetaria constante en 5,25% (UF), durante los próximos veinticuatro meses, la trayectoria esperada para la inflación de tendencia se encuentra por encima de la proyección del 27 de enero, y por encima de la trayectoria meta. La magnitud exacta dependerá de las correcciones futuras sobre el FEP y del curso de los precios internacionales, además del resultado de las presiones del gremio de transporte (en cuanto a lo que se negocie para la nueva y anticipada licitación de recorridos). La preocupación principal de estos efectos puntuales corresponde a su incidencia de segunda vuelta sobre otros precios, tarifas, salarios y expectativas que pueden perpetuar el impulso inflacionario en el tiempo, más aún cuando las inflaciones anualizadas de mayor magnitud se producen en el segundo semestre del 2000 y el primer trimestre del año 2001.

Adicionalmente al riesgo de un deterioro de las expectativas, continúa siendo relevante el riesgo relacionado con la velocidad y aceleración de la recuperación de la demanda (y por tanto a un incremento de la trayectoria de la inflación a mediano plazo). Sin embargo, no existe aún evidencia en este sentido. Asimismo, es bueno recordar que en las proyecciones anteriores se supuso, al igual que en enero, que el tipo de cambio promedio del primer trimestre era \$ 515 por dólar, cifra superior a lo observado en la última semana, aunque similar al promedio hasta el 22 de febrero (\$ 517,95 por dólar).

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

La Consejera señora Ovalle se refiere al cuadro de la página N° 5 del informe entregado previamente que indica, en el escenario más optimista, es decir, con un precio del petróleo de US\$ 23 el barril y un precio de microbuses de \$ 250, que la meta de inflación para el año 2000 está claramente sobrepasada y solicita al señor Morandé le aclare si esa proyección considera los efectos favorables como son las menores presiones salariales y el tipo de cambio más bajo, ya que él ha indicado que estaba con un tipo de cambio más alto. Responde el señor Morandé diciendo que esa proyección está con el tipo de cambio supuesto en enero.

Insiste la señora Ovalle señalando que existen también otros efectos más desfavorables como son los de la segunda vuelta del alza de combustible, las tarifas de taxis, de colectivos, de transporte escolar, el alza de las tarifas de agua, que si bien aparentemente no son significativas, hay una subida entre 15% y 20% y el impacto que produce en la gente es que comiencen a hacer conjeturas sobre un alza de precios mucho mayor. También está la nueva licitación de los recorridos de las micros y nuevas presiones que ello posiblemente podría originar, además, de las elecciones municipales. Consulta la señora Ovalle si los elementos citados están en la proyección y si estuvieren en ella, estaría claramente sobrepasada la meta del año 2000. Asimismo, solicita que le precisen cuál es el efecto de un alza de tasa de instancia de 25 puntos base y 50 puntos base sobre el crecimiento. Hay que considerar, dice, que si bien las presiones inflacionarias derivadas del aumento de precios de los combustibles son shocks de oferta que tienen un carácter transitorio y que seguramente se verán reflejados en el IPC de febrero y marzo, sus consecuencias sobre las expectativas son relevantes.

El señor Morandé señala que evidentemente cuando se mira dicho cuadro, es claro que la meta de inflación, si es que se mira en términos del IPC efectivo con la información más nueva, se sobrepasaría en el cuarto trimestre respecto al 3,5% y también esto sería cierto en caso del IPC subyacente que podría ubicarse algo por encima del 4% hacia fines de este año. Cuánto menos se podría tener, si es que el tipo de cambio fuera más bajo, va a depender de qué supuesto se haga acerca de cuán bajo se ubique el tipo de cambio definitivamente. Lo mismo pasa en el caso de los supuestos respecto al crecimiento. Hay un escenario que se ha desarrollado muy distinto, donde se ponen los supuestos de modo de ser muy optimistas en cuanto a inflación, en el sentido que el tipo de cambio se estima partiendo en \$ 500 por dólar



en lugar de \$ 515 por dólar y el crecimiento se supone en 5,4% en lugar del 5,7%, extremando el asunto de modo de tener un escenario completamente diferente. En ese caso la inflación baja en forma sustancial para ubicarse en torno a la meta de 3,5% durante este año, pero depende crucialmente de los impuestos.

Respecto a la segunda pregunta de la Consejera señora Ovalle, el señor Morandé manifiesta que si se subiera la tasa de instancia en 25 puntos base durante el primer trimestre de este año, el crecimiento se reduciría de 5,7% a 5,6% este año y más o menos algo similar respecto al próximo año, reiterando que esto es con el ejercicio bien mecánico que significa usar solamente el modelo, sin incorporar otro tipo de antecedentes.

El Consejero señor Desormeaux señala: "Desde la última reunión nuestra, el día 27 de enero, las presiones de costo que enfrenta nuestra economía se han intensificado y todas las proyecciones de IPC que están contenidas también en la página 5 del informe, se han elevado. Incluso hay escenarios en los cuales el IPC en el año 2001 podría estar encima de la meta rango de 2% a 4%. Quisiera agregar que la tasa de instancia actual en 5,25% es claramente estimulativa y también lo es una tasa de 5,50%. Creo que lo que estamos discutiendo hoy día, básicamente, es si el Banco Central debiera tomar una decisión hoy o debiera postergarla hacia marzo. La discusión no es realmente si el Banco Central debiera hacer un ajuste o no hacer un ajuste, aquí la discusión es si se hace ahora o se hace en 20 días más. Dado eso, creo que el costo, en términos del impacto, sobre la recuperación es realmente muy marginal. También hay que tomar en cuenta que la próxima reunión del Banco Central va a tener lugar en un momento en el cual vamos a contar ya con una cantidad bastante importante de información que, de alguna manera, ratificaría todas estas presiones, como el IPC de febrero, los anticipos del IPC de marzo que van a ser muy altos, el IMACEC de enero se va a conocer un día después, pero ya vamos a tener anticipos de que éste va a ser relativamente alto y vamos a conocer, probablemente, también la expectativa de que los datos del mes de febrero van a ser sustancialmente mejores y todo esto, en un entorno en el cual el Banco Central ha sido objeto de presiones, a través de los medios de comunicación, por parte del Ejecutivo, en el sentido de no usar su instrumento. Me parece que es una situación delicada para el Banco Central esperar veinte días, que no tendría ninguna importancia si no es porque hoy día debemos entregar un comunicado, explicando por qué se actuó en una dirección o en otra. Creo que para la trayectoria de la inflación, este año y el próximo, no es demasiado importante si la decisión se toma hoy o en veinte días más, lo que me preocupa es cómo explicamos hoy día que la decisión adoptada es esperar otros veinte días más para tener más información. Como el Banco Central se ha autoimpuesto la obligación de entregar un comunicado hoy, me parece que ese tema es el de fondo. Veinte días no van a cambiar ni la trayectoria de la recuperación de la economía chilena ni tampoco las cifras de inflación, pero pueden afectar mucho las expectativas".

Interviene el señor Ministro de Hacienda Subrogante, quien desea plantear tres elementos que cree que son también importantes para esta discusión y dice:

"El primer elemento es más bien metodológico y tiene que ver con los impactos que eventualmente pueda tener el incremento que hemos tenido hasta ahora o el futuro comportamiento del precio del petróleo en el IPC. Nosotros intentamos -incluso hicimos algunas reuniones con los equipos técnicos- reconstruir los números y llegamos a cifras distintas, de hecho en los escenarios que aquí se plantea como IPC revisado, a finales de este año llegamos a la cifra de 4,6% para un precio promedio del petróleo de US\$ 23 y a 5,09% para un precio del petróleo promedio de US\$ 25, es decir, un 4,6% en relación a un 4,7% muy cerca, pero respecto del cálculo en el caso que este precio fuera US\$ 25 es prácticamente un punto de diferencia. Tengo la impresión, por lo menos desde un punto de vista de construir cifras, que sería necesario afinar algunos cálculos de forma tal de tener una evaluación más precisa respecto del impacto.

Hay un segundo elemento que nos preocupa y es que como ésta no es una situación que, por lo menos hasta este momento, aparezca como un exceso de gasto en la economía, que es



corregida por el alza o que puede ser eventualmente corregida por un alza de la tasa de interés, estamos hablando más bien de un shock externo que también de alguna manera tiene un impacto en la demanda por el resto de los otros bienes, uno podría esperar que el vector de precios del resto de los bienes tuviera alzas menores a las que hubiera tenido si es que no hubiera existido esta alza en el precio del petróleo y en consecuencia creo que también es un elemento que se debiera afinar más en esta discusión.

Finalmente, un tercer elemento es respecto de la política fiscal, en el sentido que hasta ahora, y esto lo señalo por las preguntas que trajo a la mesa la Consejera señora Ovalle, no hay por lo menos algún elemento que haga pensar que la política fiscal va a ser modificada hacia un perfil de mayor gasto en el resto del año. De hecho, si uno supone lo que normalmente ha pasado durante los últimos diez años en promedio, que el presupuesto se ejecuta en un 98% o en un 99%, la verdad es que en ese caso no habría déficit fiscal. Estoy seguro que después de marzo va a poder existir más información sobre esto, pero por lo menos en este momento no observamos ninguna señal que haga colegir o inferir una dirección de que pudieran crearse situaciones inflacionarias producto del mayor gasto fiscal".

El Consejero señor Marshall manifiesta lo siguiente: "Tengo la impresión que desde el punto de vista de las presiones de costo que estamos enfrentando, la economía está bastante bien situada para soportar dichas presiones, por cuanto existe una holgura muy grande en el nivel de actividad económica respecto del potencial. Si estuviésemos en un nivel cercano al pleno empleo, obviamente la preocupación respecto a las señales de la política monetaria serían más importantes, pero en estos momentos tenemos una situación de bastante holgura real y por tanto, la economía, excepto si se desancla desde el punto de vista de las expectativas, que es el punto más importante, debiera ser capaz de absorber los shock de oferta de forma inevitable, como aumentos de precio, aumentos de inflación por una sola vez, creo que eso es lo inevitable. En ese sentido, estas presiones de oferta en sí no me preocupan desde el punto de vista de qué hacer con la política monetaria, no creo que tengan impacto muy directo sobre dicha política. Naturalmente, la política monetaria está en un nivel de expansionismo que hay que moderarlo, porque la función que ha tenido en el pasado o durante el año pasado, debe tender a ser sustituida por otros factores como factores externos. Entonces la pregunta relevante es cómo volvemos a una posición bastante más neutral de la política monetaria, a qué velocidad, pero no vincularía directamente estas presiones de costo con el retorno a una posición de neutralidad. El retorno a una posición de neutralidad debemos hacerla en forma gradual en el momento que sea más conveniente desde el punto de vista de una serie de factores, pero no veo que exista un vínculo directo entre las presiones de costo y dicho retorno. Creo que fue muy prudente lo que hicimos en enero, porque había que dar una señal clara de que el Banco Central se estaba adelantando respecto de presiones de costo que eventualmente podrían aparecer, ¿pero por qué lo hicimos en enero?, porque dijimos 'no podemos permitir que las presiones de costo se transmitan hacia las expectativas', pero la pregunta relevante hoy día, a mi juicio es: ¿tenemos alguna evidencia de que existe transmisión de presiones de costo hacia expectativas? Es decir, que los aumentos de precios reflejan algo más que los efectos directos de primera y segunda vuelta? Mi impresión es que las expectativas están razonablemente por debajo, incluso, de nuestras propias proyecciones, las referidas al sector privado, aún cuando han ido aumentando respecto de lo que eran hace dos o tres meses atrás, pero todavía están dentro de lo que se consideraría razonable desde el punto de vista de las metas.

Los salarios están bastante más moderados de lo que nosotros mismos esperábamos, a pesar de que no están incluidos dentro de nuestros modelos, es un punto importante de destacar. No sé si están de alguna manera indirecta incluidos.

La conclusión que saco, desde este punto de vista, es que no tenemos evidencias hoy día de que las presiones de costo estén influyendo sobre las expectativas. Entonces, tenemos presiones de costo que, sin duda, se han agravado respecto de las de enero, porque en enero teníamos el precio de la locomoción colectiva a \$ 240 y luego de \$ 250 y, probablemente, tenemos un perfil de precio del petróleo un poquito más pesimista del que teníamos en enero.



Son los dos datos relevantes, ya que los demás son temas menores. Tenemos algunas presiones adicionales respecto a las que teníamos en enero, la economía tiene suficientes grados de holguras, no estamos en algo en que se nos estuviera agotando la holgura real. Me parece que debiéramos utilizar el aumento de la tasa de interés cuando mayor efecto tengamos sobre las expectativas, porque ése es nuestro punto débil y como creo que para poder tener efectos en las expectativas se requiere un mensaje claro nuestro, respecto de qué es lo que estamos apuntando hacer, me reservaría este aumento de la tasa de interés para cuando consideremos que le podemos sacar el mayor provecho posible, no cuando tengamos que hacerlo en forma apresurada. En mi opinión en los próximos meses, marzo o abril, va a ser necesario y las razones por qué esperar, mi impresión es porque no estamos apresurados desde el punto de vista de que tengamos que evitar mecanismos de transmisión por la demanda. En ese sentido no tenemos gran costo de espera. Si podemos sacarle mayor provecho por las expectativas del segundo canal de transmisión, o sea, no veo en ese sentido gran costo de esperar, veo sí que podemos sacarle un mayor beneficio si somos capaces de esperar, porque de acuerdo a nuestro documento de objetivos, se señala que la meta de inflación del Banco Central, olvidando la meta de diciembre que es un problema complicado, es entre 12 y 18 meses a contar de esta fecha, o sea, la meta relevante para esta reunión de política monetaria debe ser la meta, en 12 meses a febrero del año 2001 hasta septiembre del año 2001. Pienso que ese es el horizonte con el cual tenemos que trabajar en este momento, no es ni el 2000 ni el 2001, es mediados del 2001, deberíamos decir que tenemos que trabajar con mayo del 2001 como punto de referencia y nosotros tenemos que garantizar al mercado, a la economía, que en esa fecha estamos dentro del 2% al 4%, razonablemente. Eso podemos hacerlo, a lo mejor, con un poquito de trabajo de poder sacar el documento de objetivos, explicar un poco más, dar más de elementos de nuestro análisis. Esa es mi tesis, o sea, no veo un costo muy alto de postergar, creo que el punto central es monitorear cómo van las expectativas, si éstas se escapan vamos a estar en graves dificultades, porque vamos a tener que volver a la credibilidad sobre la base de la tasa de interés más alta".

El Gerente de Investigación Económica interviene, efectuando los siguientes comentarios: "Sobre el último argumento de Jorge (Marshall) mi impresión es que en materias de expectativas sí ha habido cambios importantes. Si uno simplemente observa en definitiva el mercado, crea una lista y ve cómo se ha modificado ésta de diciembre y la fecha. Eso se debe, sin duda, al efecto del aumento del precio del petróleo y su impacto sobre los precios del consumidor tanto directos como indirectos vía locomoción, combustibles, etc. Creo, efectivamente, que como dice Jorge ahí está el peligro mayor. Enfrentamos el peligro de que efectivamente se nos escapen las expectativas y eso por su impacto a mediano plazo, como se ha indicado previamente por Felipe (Morandé) en su presentación. También existe el riesgo positivo importante de que, eventualmente caigamos fuera del rango a 18 meses, fuera del rango para el año 2001 de 2% o 4% para mediano plazo. Más aún, quisiera señalar, a su vez, que en mi percepción particular y subjetiva, el escenario subyacente de US\$ 23 el barril, es optimista en relación a la situación actual de mercado, ya que nada asegura que el día siguiente de la reunión de Viena, que es el 27 de marzo, se produzca el efecto de una caída instantánea del precio del petróleo de US\$ 28 el barril, que estaba hoy día, y presumiblemente mañana y pasado, a un precio en promedio de US\$ 21,90 ó US\$ 22,10 que debería tener en promedio para tener un precio promedio anual hasta diciembre de US\$ 23 el barril. En ese sentido es moderadamente optimista ese escenario, así como puede ser moderadamente pesimista desde el punto de vista de la inflación, el hecho que el tipo de cambio hoy día esté a \$ 508 ó \$ 509 por dólar, a lo mejor por debajo de los \$ 515 por dólar en el escenario base, así que, por ese lado, creo que se compensa. Pienso, volviendo al punto inicial dicho por Jorge Marshall y Jorge Desormeaux, que hay un riesgo muy severo en materias de expectativas. La corrección que hizo el mercado, que se dio cuenta muy tarde de que iba a ver una especie de "joroba" en materia de inflación, de abrir hacia mediados y hacia fines de año. Mucho más tarde de lo que ciertamente nosotros y algunos otros analistas, pero eso se produjo precisamente en los últimos dos meses cuando se ocasionó este shock de oferta de precios importantes. Ciertamente este es un shock de oferta como se ha señalado por distintos consejeros y el señor Ministro de Hacienda, pero es un shock cuyas implicancias de expectativas y de



demanda de segunda vuelta nos preocupa y esas tenemos que compensarla de alguna forma en nuestra política, política que también se ha reiterado varias veces, es claramente expansiva hoy día a una tasa del 5,25%, política sin embargo que está justamente orientada, no a afectar hoy la actividad ni los precios, sino que a 18 meses plazo o a 12 meses plazo, cuando ya el nivel de empleo esté bastante más recuperado y cuando tengamos un crecimiento acumulado entre 5% y 7%, dependiendo de quien hace la proyección correspondiente".

El Gerente General hace el siguiente comentario: "Sobre este tema de las expectativas del mercado, coincido en que están efectivamente, incluso más bajas, en términos de las expectativas de inflación, de las que se plantean en nuestros modelos. Creo que eso hay que verlo en conjunto con lo que son las expectativas de alzas de tasa de interés del mercado, o sea, que si el mercado cree que la tasa de inflación va a ser 4% a un año, es porque también cree que el Banco Central va a subir la tasa de interés, pues le tiene una gran credibilidad al Instituto Emisor. Desde ese punto de vista, estimo que no es absolutamente indiferente tomar acción hoy o en marzo. Sé que aquí estamos en algo un poco sutil, tampoco es algo tan de vida o muerte, pero pienso que igualmente vamos a dar una señal -con esto de las reuniones de política monetaria- que lo vamos a hacer en marzo. Creo que podemos, con una alta probabilidad, estar en un escenario en marzo en que tengamos que movernos no 0,25% sino 0,50% o hasta incluso más. Eso sí que es un problema, porque le indica al mercado que el Banco Central se está quedando atrás, que hay un problema un poco más grave en la economía, por lo tanto, este punto para mí es bien importante. Sinceramente creo que es mucho más sano moverse de a poco, moverse proactivamente, adelantándose a los hechos, ya que le vamos a dar una gran confianza al mercado. Si subimos la tasa de interés hoy día en 0,25%, estoy seguro que mañana las tasas largas van a bajar un poco".

El Presidente manifiesta lo siguiente: "Creo que estamos en una situación bastante curiosa, porque si una parte de las presiones de costo que se están manifestando este año se hubieran manifestado el año pasado, si no se hubiese postergado el ajuste en el precio del petróleo, si lo hubiésemos hecho el año pasado, la tasa de inflación del año pasado habría estado más cerca de la meta y también la de este año y no estaríamos hoy día complicados con el problema de subir o no subir la tasa de interés. Más bien, estaríamos pensando, dada las holguras que tenemos, en que la tasa de interés no debe subir. Si esa es la situación, miremos ahora lo que ocurre con la información que tenemos de hecho. Lo que tenemos son presiones de costos que se han manifestado claramente en los meses de enero y febrero y se anuncian algunas adicionales para marzo y meses siguientes. Como presiones de costo, probablemente desde el punto de vista económico, la tasa de interés es un instrumento muy poco eficiente para enfrentarlas, el costo de la medida no justifica la ganancia en la inflación que uno pudiese tener, intentando enfrentar problemas de inflación de costo con el instrumento de tasas de interés. Lo que nos preocupa no son tanto las presiones de costo como tales; esas presiones de costo han modificado las expectativas del sector privado y las han llevado a estimar tasas de inflación inferiores a las nuestras. El problema es un problema de expectativas, pero hasta ahora no se ven cambios en las expectativas que puedan agravar la situación inflacionaria más allá de las presiones de costo. Efectivamente, las expectativas han incorporado las presiones de costo que existen y han excedido las cifras que nosotros teníamos a comienzos de año, del orden del 3,5% que era nuestra meta anunciada en septiembre, llegando a una cifra del rango del 4%, que es lo que puede explicarse, y tal vez menos de lo que puede explicarse, simplemente con las presiones de costo, es decir, no hay en ese cambio de expectativas una señal o un síntoma que pudiera inducirnos a pensar que las expectativas son un problema inflacionario inminente. De hecho, lo que comentábamos esta mañana y ayer en nuestra sesión de Preconsejo, las expectativas parecen haberse moderado un poco, a esta altura del mes, comparadas con las que teníamos hace una semana o quince días atrás en el sector privado.

Frente a ese cuadro, que es el cuadro objetivo con las cifras de información que tenemos, no veo que haya una ventaja muy grande en hacer hoy día un movimiento de tasa de interés. Lo



veo realmente complejo de justificar claramente, dado que las presiones son de costos, dado que las expectativas no van más allá, incluso se quedan cortas respecto de esas presiones de costo en el sector privado y dado que tenemos holguras en materia de empleo y producto. Sin embargo, lo que me preocupa muchísimo es que nos encontramos en una situación, por presiones de costo, en que estamos señalando como meta una cifra de 3,5% y como proyección una cifra de 4,7%, eso no puede ir junto. O sea, si el Banco Central ve como proyección de inflación un 4,7% y ve como meta de inflación 3,5%, algo tiene que pasar y las opciones que uno tiene son usar la política monetaria para evitar el 4,7% y lograr el 3,5%, lo que me parecería un error, dadas las razones por las cuales ese cambio en la inflación se produce; o explicarle al público que esta diferencia se debe a elementos que no tienen nada que ver con las políticas monetarias ni de demanda, sino que tienen que ver más bien con presiones de costo que son ajenas al sistema, o buscar una forma de medir nuestra meta que haga lo mismo. Es decir, que la libere del efecto de aquellos impactos que son propiamente de origen exógeno, y probablemente de su primera vuelta de efectos. Ya la segunda vuelta de efectos empieza a incluir elementos de expectativa, de modo que probablemente tendríamos que considerar la primera y no la segunda vuelta.

Estas son las opciones que enfrentamos, pero la de presentar al país una meta de 3,5% y una previsión de un 4,7%, sin un comentario muy elaborado, no existe y ésa sería probablemente la peor de todas las situaciones en que el Banco Central podría ponerse. Me preocupa la minuta que deberemos publicar de esta sesión dentro de tres meses, porque esa minuta va a contener nuestras proyecciones de inflación para el año y todo el país sabe que tenemos una meta de inflación de 3,5% y por tanto, antes de la publicación de esta minuta y por supuesto antes de la publicación de nuestro informe de inflación, tenemos que decidir un curso de acción respecto de cómo enfrentar esta diferencia, entre lo que son las proyecciones y la meta, dado que las proyecciones sobrepasan largamente la meta que tenemos prevista.

Me parece que éste es un punto en el cual tenemos que hacer un proceso educativo. Para nosotros no va a ser fácil salir de este dilema sin pérdida de credibilidad, a menos que muy cuidadosamente analicemos la forma en que vamos a salir de esto. Y en esto se requiere no sólo la acción del Banco Central sino que debería haber una acción de colaboración del resto de las autoridades, en particular, de las autoridades de Hacienda, de modo que en lo posible, en estas materias pudiéramos transmitir en la misma línea. Que no vaya a ocurrir que unos hablen de modificar la meta y otros hablen de elevar los intereses, porque entonces la pérdida de credibilidad sería inmensa y aquí necesitamos apoyarnos mutuamente, para lograr un objetivo al final del año que sea minimizar los efectos inflacionarios de los impactos de costos, sin tener que utilizar instrumentos ineficientes que nos den demasiado costo en términos de actividad, para lograr demasiado poco en términos de inflación. Por ese motivo, mi inclinación es a mirar este cuadro con mucho cuidado en cuanto a las explicaciones que el Banco Central tiene que dar al público. Comparto lo que aquí se ha dicho, en el sentido que el comunicado que hoy día se entregue tiene una enorme importancia.

Como último comentario, creo que en las próximas tres semanas vamos a tener información adicional importante. Varias veces nos hemos sentido desilusionados porque las expectativas que nos habíamos hecho, respecto del IMACEC, no resultan tales. Eso ha sido reiterado en el último tiempo, por eso no quisiera que nos hiciéramos expectativas de IMACEC muy altas para enero, mientras no tengamos terreno suficientemente firme en el cual basar una proyección que no tenga más de dos o tres décimas de diferencia con la que al final resulte ser. Esa información la tendremos alrededor del 16 de marzo, cuando sea nuestra próxima reunión de política monetaria y nos permitirá fundamentar una acción en materia de tasa de interés mejor de lo que podríamos hacer ahora".

A continuación, el Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, hace presente las siguientes opciones de política monetaria:



“ Durante el mes de febrero se ha ido configurando un escenario complejo en materia de inflación. Como eventos nuevos respecto de lo que se tuvo a la vista en la discusión de política monetaria del mes pasado, destacan: (a) la anticipación en el ajuste de precios internos de los combustibles por parte del gobierno, el cual se materializó a comienzos de mes ante la evidencia que los precios internacionales consolidaban una tendencia alcista (en las proyecciones anteriores este ajuste se realizaba recién el segundo semestre); (b) la reacción a lo anterior del gremio del transporte, el aumento transitorio de las tarifas a \$250 (en circunstancias que anteriormente se previó \$240) y la incertidumbre respecto de los cambios que traerá en esta materia la nueva licitación de recorridos. A esto habría que agregar los ajustes que se anticipan en los restantes componentes del transporte. Ambos factores combinados implican una presión adicional a la prevista en el nivel de precios (y temporalmente sobre la inflación, tanto la efectiva como la subyacente) que podría incluso potenciarse aún más si el precio del petróleo no se reduce de aquí a fin de año.

Por su parte, la escasa evidencia adicional que existe en materia de actividad económica es todavía mixta como para poder juzgar si el escenario de un crecimiento más sustancial que el anticipado se materializará en definitiva. Los datos de dinero, colocaciones e importaciones siguen anticipando que el ritmo de crecimiento se consolidará, pero no necesariamente que se acelerará.

En síntesis, existen hoy mayores presiones inflacionarias que hace un mes atrás, pero más sobre la base de una intensificación de los shocks de costos y precios administrados que por una perspectiva de un crecimiento del gasto global más alto al previsto. En este sentido, sigue siendo cierto que la mayor inflación se concentrará en el presente año y que hacia fines del próximo es probable que esta variable se ubique dentro del rango de mediano plazo (2% a 4%). Con todo, esto no hace más simple la tarea de la política monetaria puesto que el mercado aún espera una respuesta sustancial de la tasa de instancia si la inflación efectiva se proyecta claramente por sobre la meta de este año (+/-3,5%), fenómeno este último, que se ha comenzado a visualizar luego de los eventos de febrero. Así, las tasas largas y varios analistas anticipan que la tasa de instancia se ubicará cerca de 6,5% hacia fines de este año, tasa que, por lo demás, muchos consideran neutral. De este modo, se corre el riesgo que la mantención de una tasa de instancia muy por debajo de esa cifra se considere en exceso expansiva y, por tanto, que se entienda que el Banco Central está validando los efectos inflacionarios de los shocks de costos. Sin embargo, nuestro análisis indica que: (a) los aumentos en la tasa de instancia tendrían escasa repercusión en la inflación de este año (por tanto, lo más probable es que de todos modos la inflación efectiva – y también la subyacente – supere largamente la meta de +/-3,5%); y (b) mirando el horizonte a 24 meses plazo, un aumento hasta 6,5% no se justifica dadas las perspectivas de la inflación en el 2001.

El riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación es natural que aumente como resultado de las mayores presiones inflacionarias detectadas en las últimas semanas y en la medida que los indicadores mensuales de inflación vayan subiendo en los próximos meses. Ante esta situación, se reaviva el argumento esgrimido en enero respecto del costo económico de subestimar los efectos de las presiones inflacionarias sobre las expectativas. En otras palabras, si en la reunión anterior este argumento prevaleció al momento de decidir un aumento en la tasa de instancia, en la actual coyuntura, con nuevas presiones de costos, podría ser determinante de una decisión similar. De otro modo, se arriesga un incremento mayor en las tasas de mercado, una apreciación del peso y finalmente un ajuste más sustancial (y contractivo) de la tasa de instancia cuando parezca evidente que la inflación amenaza con estacionarse en niveles por sobre el rango meta de mediano plazo.

A esto se suma un ambiente político más bien permisivo frente a los efectos inflacionarios de estas presiones de costos que se percibe en otras instancias (incluidos los llamados a revisar la meta de inflación), el que, de no enfrentarse, podría ser apreciado por el mercado como una validación de la inflación y una pérdida de credibilidad en la determinación del Banco Central por mantener la estabilidad de precios.



De manera que las opciones de política monetaria no se circunscriben simplemente a mantener o aumentar la tasa de instancia, sino más bien a *cuándo* y *en cuánto* subir esa tasa. Con relación al *cuándo*, las opciones son hacerlo en esta reunión o en la próxima del 16 de marzo. Respecto del *cuánto*, las opciones parecen ser 25 y 50 puntos base. La ventaja de subir ahora la tasa de instancia radica en el efecto señal de una política preventiva, que se adelanta a los hechos, lo cual permite enfrentar el ambiente más permisivo a que se hacía mención y aminora el riesgo de desanclaje de expectativas. Al contrario, la espera de tres semanas más podría tener el beneficio de contar con algo más de información respecto de indicadores de actividad económica del primer trimestre y de desarrollos en los mercados mundiales del petróleo. Desde un punto de vista de efecto sobre la tasa de inflación (o sobre el crecimiento), no hay mayores diferencias entre ambas opciones. La ventaja de subir 25 puntos base estriba en que es un ajuste leve, coherente con el carácter preventivo que se le querría dar a este cambio. La opción de un aumento de 50 puntos base podría justificarse si se anuncia como un paso rápido y sustancial a una instancia más neutral, dando a entender que la tasa de 6,5% que el mercado y los analistas consideran neutral no es la que se pretende alcanzar necesariamente. Se querría así, influir sobre las tasas largas (para que se moderen algo más, lo cual le quita poder contractivo al aumento de la tasa de instancia) y sobre el riesgo de que el mercado perciba una validación de las presiones de costo si la tasa de instancia no alcanza un 6,5% a fin de año.

Cualquiera sea la opción que se escoja, se requiere de una cuidadosa redacción del comunicado posterior. Este debe rescatar la visión de mediano plazo de las políticas del Banco Central (lo que se decide hoy afecta la trayectoria de la economía en varios meses más y el foco es la meta rango de 2% a 4%, centrada en 3%); que la inflación está afectada por presiones de costo sobre los que el Banco Central tiene menos influencia directa, pero, sin embargo, esto no debe tomarse como que no existe preocupación por los efectos de esas presiones (de hecho, el aumento del precio de la locomoción colectiva fue superior al esperado y es una complicación), lo que requiere una acción preventiva de parte de la política monetaria (ahora o pronto), para no arriesgar cambios en la inflación de tendencia; y que no se visualizan, por ahora, presiones de demanda más allá de lo previsto un mes atrás, pero que la mantención de una política monetaria expansiva no es sostenible hacia el futuro."

El Presidente ofrece la palabra para que los señores Consejeros hagan sus comentarios a las opciones descritas precedentemente.

La Consejera señora Ovalle comenta:

"Creo que no hay duda que nos encontramos en un escenario complejo en materia de inflación. Creo que los antecedentes presentados y la respuesta de Klaus Schmidt a la pregunta de Jorge Marshall, afirmando que las presiones de costo se habrían traspasado a las expectativas no sólo para el año 2000 sino que también para el 2001, me llevan a concluir que es muy importante que el Banco Central dé una señal aunque sea leve al mercado de que no ha abandonado su función de velar por la estabilidad de la moneda y que su objetivo principal es mantener la inflación en línea con la meta. Un desanclaje a estas alturas, después de un largo período de inflación descendente y en línea con la meta, sería preocupante. En este momento existe una sensación en el ambiente de que los precios van al alza, por lo que es muy probable que las expectativas jueguen en contra de la meta del Banco Central.

Por otro lado, tenemos el IMACEC de diciembre que fue menor de lo esperado (sobre todo porque el mercado proyectaba 6%) y da la sensación de una recuperación más lenta, pero está dentro de lo proyectado por el Banco Central, o sea, no se presenta aún el riesgo de una aceleración del crecimiento. Asimismo, la demanda interna recién ha superado al producto en 0,7%. No obstante lo anterior, creo que en este momento un alza leve de la tasa de instancia (de 25 puntos base) sería determinante para reafirmar el compromiso con la meta de inflación y la credibilidad del mercado, sin afectar mayormente el crecimiento, porque de acuerdo a lo señalado por Estudios, un alza de 25 puntos base afecta en 0,1% el crecimiento del producto.



Además, sería una nueva muestra de la independencia del Banco Central, especialmente cuando han habido declaraciones recientes de distintas autoridades sobre el tema.

Me inclino por el alza de la tasa de interés en 25 puntos base para dar una señal de política preventiva que permita enfrentar un ambiente más permisivo en relación a la inflación y disminuya el riesgo de desanclaje de expectativas”.

El Presidente manifiesta tener una posición distinta y dice: “Creo que en este momento no hay suficiente información que nos permita fundamentar seriamente un aumento de un cuarto o medio punto. Me parece que usar movimientos en la tasa para manifestar autonomía puede ser costoso en el futuro. Más bien nos conviene mirar los aumentos de tasa en sus propios méritos, en función de sus efectos sobre la economía y desde ese punto de vista, no encuentro todavía una fundamentación suficiente para hacer ahora un cambio. No me cabe la menor duda que estamos en una situación, como señalaba el Gerente de la División de Estudios, en la cual la política monetaria es claramente expansiva y ese grado de empuje a la economía debe ser moderado, de modo que cuando digo que no tenemos todavía, hoy día, suficiente información, quiero decir, al mismo tiempo, que si la información se confirma en el sentido del que se ha señalado aquí, por parte de la División de Estudios - eso lo sabremos en un par de semanas - no tengo ninguna objeción y por el contrario, voy a ser el primero en proponer aumentos en los montos que correspondan en las tasas de interés. Hoy me inclino más bien por mantener la tasa donde está con un comunicado que señale los riesgos que estamos corriendo en la economía, el hecho que la política monetaria tiene un carácter expansivo y que ese carácter tendrá que moderarse”.

El Consejero señor Marshall coincide con la posición de mantener la tasa de instancia en la reunión de hoy, basado en los fundamentos que ya se han entregado y agrega: “Respecto de lo planteado por Klaus, creo que tiendo a compartirlo, pero en el fondo de su planteamiento lo que hay es una - que es importante hoy día en el comunicado - tendencia a decir ‘del punto de vista de la política monetaria debe recibir mayor énfasis que las presiones de costo, las tendencias de oferta y demanda en un horizonte de mediano plazo’. Cuando Klaus dice ‘me preocupa cuál es la expansión de la actividad económica, de gasto, etc. de aquí a 18 meses’, en el fondo se sacó de la mente las presiones de costo, presiones de oferta y dijo: aquí la política monetaria tiene que tener una visión de qué es lo que está pasando con demanda y oferta en un frente de mediano plazo. Me gusta eso, porque creo que nosotros tenemos que educar al mercado en el sentido que éste debe esperar un retorno gradual hacia una instancia más neutral. Está en la última parte de la propuesta de Felipe (Morandé) y creo que eso es favorable, es decir, nos agrega un elemento adicional en lo que ha sido hasta el momento nuestra comunicación, la que ha sido mucho de advertir al mercado sobre presiones de costo, ahora estamos diciendo: en realidad, en un horizonte de mediano plazo, tenemos que volver hacia una instancia neutral y la tasa puede moverse por esas dos razones”.

El segundo hecho que me preocupa es lo planteado por Camilo (Carrasco) porque el mercado cree que nosotros tenemos que ir a una tasa de instancia, como la que planteaba Felipe (Morandé) de 6,5% y hasta el momento los análisis de la División de Estudios dicen que tenemos que ir a una tasa más bien del orden de 5,5%. En algún punto nos vamos a quedar atrás del mercado. Si es verdad que debiéramos mantener una tasa del orden de 5,5%, por lo menos con el informe de inflación, creo que vamos a tener que barajar ese tema, porque el mercado está convencido que la tasa neutral es 6,5% y nuestros modelos dicen que la tasa neutral, más bien por este año y por el próximo, es 5,5%”.

El Presidente interviene, haciendo presente que desea que no quede la impresión de que existe una cifra muy precisa en mente como tasa neutral, porque si bien hay un rango relativamente amplio de lo que es una tasa neutral, que está, en general, debajo del 6,5% que señalaba el Gerente General, esa visión va cambiando incluso con la circunstancia, lo que se vea como tasa neutral dentro de dos meses va a ser distinto de lo que se observa hoy día.



El Consejero señor Desormeaux manifiesta lo siguiente: "Tengo la preferencia por un alza leve de 25 puntos base en la tasa de instancia en este momento, por las ventajas que ésta trae y que han sido expuestas también por el Gerente de Estudios. El Banco Central aparecería enfrentando la situación compleja que tiene el país hoy día con una actitud proactiva que, incluso, podría tener alguna ventaja en términos de reducir las tasas de interés de más largo plazo. Me resulta mucho más cómodo justificar un movimiento al alza de la tasa hoy día, en un comunicado, que la mantención de ésta. Esperar hasta marzo tiene también algunas ventajas bastante obvias, la más importante naturalmente es que vamos a tener más información sobre dos parámetros absolutamente claves en las estimaciones de nuestras proyecciones de inflación, como son la evolución del precio del petróleo, donde vamos a estar probablemente a 10 días de la reunión que van a tener los países petroleros y vamos a tener más información. El mercado va a tener alguna anticipación de qué es lo que va a ocurrir después de ello. También vamos a tener más información respecto de otras variables, entre ellas, la evolución del tipo de cambio. El punto, en definitiva, es que hoy día tenemos que entregar un comunicado. Lo que realmente me deja inconfortable es terminar esta reunión y tener que entregar un comunicado en el cual digamos que realmente no tenemos novedades adicionales hoy que justifiquen un movimiento de tasa, cuando en realidad tenemos mucho más aprensiones que las que tuvimos en enero. Esa es la parte que me complica, sobre todo porque el mercado, de alguna manera, tiene la expectativa que el Banco Central está preocupado de cumplir la meta inflacionaria de este año. Aquí hay un proceso informativo que no se ha materializado aún, que consiste en transmitirle al mercado que nuestra preocupación es más bien por un horizonte mucho más largo, en el cual resulta mucho más comprensible una medida de cautela y mayor espera y por eso es que tengo una preferencia por un alza de 25 puntos base. En caso que el resultado sea mantener las tasas, me parece muy importante la forma en que esto se justifique".

Luego de efectuadas las exposiciones se procede a la votación, estando el Presidente, señor Carlos Massad y el Vicepresidente, señor Jorge Marshall, por mantener la actual tasa de instancia monetaria y los Consejeros señora María Elena Ovalle y señor Jorge Desormeaux por aumentarla en 25 puntos base, esto es, a UF más 5,50% anual. Con motivo de lo anterior, el señor Presidente, haciendo uso de la facultad que le confiere el artículo 11 de la Ley Orgánica Constitucional, dirime la votación pronunciándose por la mantención de la tasa. Como consecuencia de lo anterior se adopta el siguiente acuerdo:

**02-01-000224 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo acordó mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5,25%.**

**Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.**

A continuación, el Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

"En el día de hoy, el Consejo del Banco Central realizó su reunión mensual de política monetaria, en la cual se hizo un detallado análisis de la evolución de la coyuntura en las últimas semanas y de las perspectivas para los próximos 24 meses.

Los antecedentes disponibles desde la reunión de enero pasado ponen de relieve las consecuencias que tendrán, sobre el nivel de precios, las presiones de costos que se derivan del aumento en el precio interno de los combustibles. Asimismo, los efectos sobre el nivel de precios derivados de los aumentos ya realizados (y otros potenciales) en las tarifas de la locomoción colectiva y del transporte en general, podrían superar lo estimado con anterioridad, de mantenerse los actuales precios internacionales de los combustibles y dependiendo de las negociaciones en marcha.



Con todo, aunque estas presiones de costos, entre otras, implicarán un aumento mayor del nivel de precios durante el presente año, la trayectoria previsible de esta variable señala que esto es una situación transitoria. A ello colaboran un dinamismo de la demanda interna que hasta el momento se perfila acotado dentro de márgenes previstos y una evolución moderada de las expectativas luego de la corrección al alza de la tasa de instancia de enero pasado.

Por esta razón, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5,25%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados. Sin embargo, al mismo tiempo el Consejo estima apropiado señalar que los aumentos en el nivel de precios originados en presiones de costos serán acompañados por una política monetaria más estricta en la medida en que estas presiones, u otras, pongan en riesgo, en el mediano plazo, la consecución de la meta de inflación. De este modo, se seguirá cuidadosamente la forma que los aumentos puntuales en la tasa de inflación sean incorporados a las expectativas del mercado y a los mecanismos de ajuste de los precios administrados.

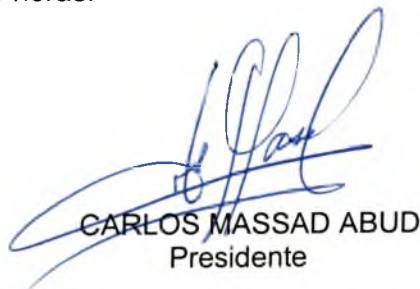
El Banco Central se mantendrá atento a la evolución de las perspectivas de la demanda interna, así como a los desarrollos en los mercados cambiario y financiero, tanto en Chile como en el exterior, considerando que la política monetaria mantiene todavía una posición expansiva."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



ALVARO CLARKE DE LA CERDA  
Ministro de Hacienda (S)



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 3  
DE POLITICA MONETARIA

Celebrada el 16 de marzo de 2000

---

En Santiago de Chile, a 16 de marzo de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Al iniciar la Sesión, el Presidente don Carlos Massad, a nombre de los Consejeros del Banco, da una cordial bienvenida al Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre, señalando que se trata de un antiguo amigo y conocido de esta casa, que se incorpora a las sesiones del Consejo por primera vez. Agrega el señor Massad que las calificaciones del Ministro, en el ámbito económico, son bien conocidas refiriéndose también a la suerte de haber trabajado juntos en varias oportunidades, expresando la satisfacción de tenerlo, nuevamente, en el Banco Central.

El señor Ministro de Hacienda agradece las palabras del Presidente señalando que para él es un gusto volver a su casa de origen.

A continuación, los señores Consejeros proceden a firmar el Acta correspondiente a la Sesión N° 2 de Política Monetaria, celebrada el 24 de febrero de 2000.

Con respecto a la Minuta correspondiente a la sesión del 24 de febrero de 2000 que debía aprobarse en esta sesión, señala el Presidente que por falta de instrucciones precisas, la redacción de la minuta se atrasó y se cumplirá con esta formalidad tan pronto sea posible.

El Presidente cede la palabra al Gerente de División de Estudios para que entregue el análisis de los desarrollos económicos recientes y como es habitual, el Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, informa lo siguiente:

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

- En febrero último, la inflación medida por el IPC alcanzó a 0,6%, mientras que la inflación IPCX alcanzó a 0,7%, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,3% y 2,7%, respectivamente.
- La tasa de variación nominal de las remuneraciones (y el costo de la mano de obra) se mantuvo constante en 4,7%. Asimismo, los salarios privados mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al de diciembre último, pero un punto porcentual por debajo del crecimiento de los salarios totales, 3,7%. En definitiva, no se produjo la moderación esperada en el ritmo de crecimiento del costo de la mano de obra, situación que resulta coherente con la rápida recuperación que ha mostrado el empleo. Al mismo tiempo es importante señalar la acentuación en la recuperación de la productividad media del trabajo en los últimos trimestres.
- Para marzo se proyecta que la inflación IPC será del orden de 0,7-0,8% (m/m) y 0,3% (m/m) en abril, con lo cual a fines del primer trimestre la inflación IPC sería de 3,5% (a/a) y 3,4% (a/a) en abril. La mayor parte del aumento esperado se asocia a combustibles y transporte colectivo, por lo que las mediciones de la inflación subyacente mostrarían un incremento menor: la inflación medida por el IPCX se situaría en 3,1% en marzo (a/a) y 3,0% en abril (a/a).
- Comparando estos resultados con las proyecciones contenidas en el Informe de enero último, la tasa de variación del IPC está tres décimas por encima de lo proyectado en esa fecha, mientras que la tasa de variación del IPCX es prácticamente idéntica a la prevista.
- La mayor parte del error de proyección del IPC refleja que las paridades del FEP se incrementaron en un monto mayor y antes de lo que estaba implícito en las proyecciones de enero último. Asimismo, al interior del IPCX, el aumento efectivo de las tarifas del transporte público resultó ser superior a lo que se había incorporado en la proyección de enero último, mientras que el precio del resto ha evolucionado por debajo de lo esperado.
- En su conjunto estos antecedentes indican que no hay señales todavía de aceleración en la inflación, más allá de los efectos directos del incremento en el precio de los combustibles y el transporte público.

**II. Factores Relevantes para la Inflación Futura****1. Escenario Internacional**

- Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial han continuado mejorando, principalmente asociadas al elevado dinamismo de la demanda y la productividad en la economía norteamericana. Es probable que en la próxima reunión del FED, el 21 de marzo, se eleven las tasas de interés y que esta acción sea seguida por un incremento similar por parte del BCE y el BoE. Greenspan ha continuado anunciando la posibilidad de un incremento "sustancial" en las tasas de interés en EEUU, preocupado por el impacto de la bolsa sobre la riqueza y la demanda de los consumidores. La "nueva economía" se ha traducido en un aumento significativo de la riqueza, pero sus efectos sobre producto aún son modestos. El resultado es un incremento del nivel de equilibrio de las tasas de interés reales (de corto y largo plazo).
- El recargo financiero sobre los bonos soberanos de Chile ha aumentado levemente en las últimas semanas, mientras que el recargo general a las economías emergentes ha tendido a disminuir. Un factor que puede haber influido en este sentido es la mejora en la clasificación de riesgo de México, que ha logrado un "investment grade", restando oferta de financiamiento a otras economías emergentes en el mismo segmento de mercado como es el caso de Chile.



- El precio del petróleo ha alcanzado niveles récord en torno a los US\$30/bb. Los precios de futuros y las proyecciones de analistas predicen que estos valores no son sostenibles en el mediano plazo y que el precio debe presentar un descenso importante en el curso del presente año, pero el grado de incertidumbre ha ido en aumento. Al mismo tiempo, las proyecciones de mediano plazo, si bien menores que los precios actuales, también han ido experimentando un aumento. EL mercado está expectante ante la reunión del próximo 27 de marzo.
- Bajo un escenario alternativo, en que el precio del petróleo podría permanecer en torno a los US\$30 dólares el barril por un plazo mayor, la proyección de crecimiento mundial experimentaría una disminución. De acuerdo a los cálculos de la OECD, el impacto sobre el crecimiento mundial (OECD) sería cercano a -0,25% si el precio se mantiene en US\$30 en lugar de descender a US\$20 como se anticipaba en enero último.
- Las novedades para otras materias primas son de menor importancia. El precio del cobre ha descendido ligeramente de los 80 centavos la libra, mientras que el precio de la celulosa se ha elevado en torno a 5%.

## 2. Mercados Financieros en Chile

- Hay algunas novedades en el comportamiento de las tasas de interés y el tipo de cambio. Las tasas de mercado de corto plazo se ajustaron al alza conforme la situación de liquidez en moneda nacional se normalizó. A su vez, la tasa de licitación de los PRBC90 continúa señalando la expectativa de un aumento del objetivo del Banco Central entre 25 y 50 pb. dentro de los próximos tres meses. En efecto, las expectativas de analistas y del mercado financiero son coherentes con una tasa de política que está en 5,75% (UF) en junio próximo, para situarse en 6,0%(UF) a septiembre, 6,25% a fines del 2000 y 6,5% a fines del 2001. Las tasas largas mantienen niveles similares e incluso levemente superiores a los de un mes atrás, lo que resta impulso a la demanda agregada y no existen expectativas en el mercado de un descenso de estas tasas en los próximos veinticuatro meses.
- El tipo de cambio presentó una disminución del orden de 2% entre mediados de febrero y principios de marzo, fluctuando en la actualidad en torno a \$505. En el corto plazo, las expectativas de inflación y de variación de la UF han incidido en el aumento del diferencial entre las tasas en pesos y en dólares, promoviendo una tendencia de apreciación del peso. Sin embargo, se estima que entre 1% y 2% del movimiento reciente corresponde a un efecto transitorio que desaparecería en el curso de las próximas seis semanas. Asimismo, otro factor que puede estar influyendo es la expectativa de innovaciones en materia de regulación de la cuenta de capitales, tendiente a eliminar trabas a la entrada de capitales.
- Por otra parte, los riesgos de una depreciación del peso, más allá de los diferenciales de inflación y los efectos transitorios antes señalados, continúan teniendo igual peso que los riesgos de una trayectoria contraria, de apreciación. Por una parte, el proceso de recuperación de la economía chilena y la mejoría prevista en el escenario mundial tenderán a generar fuerzas de apreciación sobre el peso. De otro lado, la normalización de las importaciones y el aumento de las tasas de interés en el exterior debieran generar fuerzas de depreciación. Las expectativas de los agentes en el mercado financiero apuntan a una depreciación del peso hacia fines de año hasta \$530, coherente con las nuestras, y de \$ 545 a fines del 2001. Con todo, no hay alteraciones significativas en el panorama cambiario.
- Los agregados monetarios más líquidos han mostrado una evolución más pausada en meses recientes, reflejando la normalización en la demanda por dinero una vez superado el efecto *año 2000*. Sin embargo, el menor dinamismo del dinero trasciende este efecto transitorio, pues los agregados monetarios más amplios también han mostrado una evolución más lenta. El crédito al sector privado, por su parte, se ha mantenido estable o levemente decreciente. En conclusión, el comportamiento de los agregados financieros



indica que la recuperación de la economía continúa avanzando, pero sin una aceleración significativa.

### 3. Precios Importados

- Los precios de bienes transables mostraron un descenso en los dos primeros meses del año y la evidencia de recuperación de márgenes de comercialización es aún leve. Adicionalmente, algunos precios han tendido a corregirse por efectos de la apreciación que ha experimentado el peso en los meses recientes. Los precios mayoristas también mostraron una disminución como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio, con lo cual disminuyeron las presiones de materias primas sobre el IPC. Estos factores, sin embargo, no modifican substantivamente el panorama de la inflación.

### 4. Demanda y Oferta

- Hay algunos cambios con relación a la oferta y demanda respecto de lo revisado en la reunión del 27 de enero último. La estimación inicial de crecimiento del IMACEC para el primer trimestre se ubica en torno a 5,0% (a/a), cerca de medio punto inferior a la proyección de enero último, que se situaba alrededor de 5,5% (a/a).
- Dentro de la demanda, el gasto interno muestra señales de recuperación, con crecimiento positivo desde diciembre último y crecimiento cercano al 9% en febrero último. La mayor parte del crecimiento está concentrada en el consumo privado, mientras que el crecimiento de la inversión fija es prácticamente nulo. Por su parte, las exportaciones muestran un elevado crecimiento, destacándose el comportamiento de los productos industriales (21% en el primer bimestre), donde destacan la recuperación de las ventas al exterior de celulosa y otros productos forestales. Las importaciones también muestran una trayectoria de aumento, pero descontando el efecto del mayor precio pagado por el crudo y los combustibles, la recuperación es aún muy moderada.
- Los antecedentes conocidos de la política fiscal en 1999 muestran que su evolución se dio dentro de los parámetros que se estimaron en enero último. El gasto con impacto macro creció un 5,7% y el déficit fiscal alcanzó un 1,5% del PIB, mientras que el déficit que excluye los giros provenientes del FEC e incluye los depósitos en el FEP alcanzó un 2,2% del PIB. Se mantiene la proyección de instancia fiscal restrictiva durante el 2000, acorde con la Ley de Presupuesto aprobada.
- Con relación a las perspectivas de crecimiento, las proyecciones son levemente más moderadas que las de enero último, 5,5% para el 2000 en lugar de 5,7% y 5,6% el 2001 en lugar de 6%. Esta corrección es condicional a una trayectoria de la política monetaria idéntica a la de enero último, pero incorpora revisiones a la estimación de crecimiento del PIB en el primer trimestre, una leve revisión a la baja de los términos de intercambio como consecuencia del mayor precio del petróleo (suponiendo que a fines de año converge a US\$22/bb), mayores tasas de interés en el exterior compensadas por una perspectiva de mejor crecimiento mundial y un tipo de cambio real algo más apreciado en el 2000, en promedio.
- Sin embargo, el balance de riesgos respecto de esta proyección está inclinado negativamente, principalmente como consecuencia de los riesgos asociados al escenario internacional. Por una parte, la mantención del precio del petróleo en su nivel actual reduciría el crecimiento de la economía mundial y particularmente de la economía chilena en casi un punto porcentual. Por otra parte, aún persiste un riesgo sobre el crecimiento futuro de la economía norteamericana, donde la potencial corrección de la bolsa y/o la amenaza del FED de realizar correcciones más bruscas de su política monetaria son las fuentes principales de amenaza.



- Por otra parte, el riesgo de una recuperación interna más acelerada de lo previsto se ha atenuado a la luz de los antecedentes recientes de actividad, demanda y el comportamiento de los agregados monetarios.

#### **5. Factores Transitorios que afectan la Inflación: Perecibles, Combustibles, Precios Regulados e Impuestos Indirectos**

- El desarrollo más relevante continúa siendo el comportamiento de los precios relacionados con el petróleo. El elevado nivel alcanzado por el precio del crudo hace inminente la corrección de los precios de referencia del FEP, aún si se aprueba el suplemento de recursos del FEP.
- Las nuevas proyecciones incorporan una corrección adicional en el segundo trimestre del orden de 5%, nivel que se mantiene dentro de todo el horizonte de proyección, suponiendo que, a su vez, los precios internacionales convergen a 22 dólares/bb.. Esta corrección implica aumentos adicionales en el precio de los servicios de transporte y combustibles. En escenarios alternativos se contemplan correcciones de los precios de referencia al equivalente de US\$25 y US\$30 el barril, aunque en ambos casos se espera que el precio internacional comience a descender hacia los US\$22 el barril a un año plazo.
- Por otra parte, no hay cambios significativos en las proyecciones relativas a los perecibles u otros precios regulados, salvo una modificación al polinomio que regula las tarifas del transporte colectivo que introduce mayor ponderación al diesel en su determinación, de acuerdo a lo negociado por el Gobierno. Es de notar que este es un arreglo transitorio mientras se define el marco de la nueva licitación de recorridos a realizarse anticipadamente en el curso de los próximos dos a tres meses.

#### **6. Expectativas de Inflación**

- Las expectativas inflacionarias del sector privado se han modificado al alza. En efecto, la actual proyección para fines de año (mediana) es de 4%, con un rango de dispersión que va desde 3,8% a 4,5% (deciles 1 y 9), mientras que para fines del 2001 la proyección central se encuentra en torno a 3,5% (con un intervalo entre 3,0% y 4,0%).

### **III. Perspectivas para la Inflación Futura**

#### **1. Escenarios de Proyección**

Para resumir, el panorama inflacionario a marzo presenta algunas modificaciones relevantes respecto de lo previsto en enero y febrero último. Por una parte, la agudización en el aumento del precio internacional del petróleo y la urgencia del gobierno por modificar las paridades del FEP para evitar su agotamiento, llevan a incrementar las proyecciones de inflación efectiva e indirectamente la inflación de tendencia para el año 2000. Las proyecciones en el escenario principal incorporan un ajuste adicional en dichas paridades durante el segundo trimestre, del orden de 5%. Además, el precio del petróleo de mediano plazo se corrige al alza, a US\$22 el barril, por lo que los precios de referencia permanecen por un tiempo mayor en un valor más alto y además desaparece un factor de desinflación que estaba presente en las proyecciones anteriores para la segunda mitad del 2000.

Por otra parte, la proyección de la inflación que excluye los componentes asociados a transporte o combustibles presentan una tendencia más moderada de crecimiento en el 2000 y similar durante el 2001. En efecto, la moderación en las proyecciones de crecimiento del PIB y el fortalecimiento del peso favorecen una evolución más pausada de estos componentes del IPC y podría contrarrestar el impacto inflacionario de un eventual deterioro de las expectativas inflacionarias del sector privado y el impacto de cláusulas de reajuste automático presentes en precios y salarios.



La siguiente tabla resume los cambios en las proyecciones respecto del escenario principal revisado en febrero pasado. El primer grupo de columnas contempla un ajuste del FEP a US\$22/bb, y que el precio internacional converge a fines de año a este precio y permanece constante en el 2001. El segundo escenario contempla un ajuste mayor del FEP a US\$25/bb, valor que permanece constante por un año, y luego desciende a US\$22/bb. en virtud de menores precios internacionales:

|                   | FEP= US\$22/bb (2000 y 2001) |            |                 |                 | FEP= US\$25/bb (2000:2-2001:1) |            |                 |                 |
|-------------------|------------------------------|------------|-----------------|-----------------|--------------------------------|------------|-----------------|-----------------|
|                   | 2000<br>IV                   | 2001<br>IV | 2000<br>(prom.) | 2001<br>(prom.) | 2000<br>IV                     | 2001<br>IV | 2000<br>(prom.) | 2001<br>(prom.) |
| IPC (febrero'00)  | 4,7                          | 3,0        | 4,0             | 3,5             | nd                             | Nd         | nd              | nd              |
| IPC (marzo'00)    | 4,9                          | 3,2        | 4,1             | 3,6             | 5,8                            | 2,9        | 4,6             | 3,9             |
| IPCX (febrero'00) | 4,3                          | 2,8        | 3,4             | 3,3             | nd                             | Nd         | nd              | nd              |
| IPCX (marzo'00)   | 4,2                          | 3,0        | 3,4             | 3,3             | 4,7                            | 3,1        | 3,7             | 3,8             |

Se puede observar que en el escenario principal, en las primeras 4 columnas, la inflación anual medida por el IPC se ubicaría más de medio punto porcentual por encima de la inflación de tendencia y la inflación IPCX se encuentra en 4,2% a fines de año. Estas proyecciones están en la cota superior de las proyecciones de mercado. A su vez, las proyecciones para fines del 2001 se encuentran en torno a 3,0%, y están en el rango inferior de las proyecciones del mercado.

En los escenarios pesimistas, las proyecciones de inflación pueden ubicarse significativamente por encima de las anteriores, alcanzando al 5,8% si los precios del FEP se ajustan a US\$25 el barril y sobre 7% si se elimina el FEP y el precio interno se ajusta al equivalente de US\$30/bb, durante los próximos doce meses (no incluidas en la tabla).

Un aspecto que está presente en estas proyecciones es que los incrementos en el precio de los combustibles gatillan aumentos en otros precios por efectos sobre expectativas y/o indización. Bajo el supuesto de expectativas adaptativas, los efectos inflacionarios de shocks transitorios de precios tienden a multiplicarse por 1,5 a 2 veces su valor inicial, valor que es acorde con la evidencia histórica acerca de la inercia inflacionaria presente en la economía chilena. Sin embargo, la intensidad de esta inercia puede haber disminuido en el tiempo, en la medida que la meta de inflación ha ido adquiriendo mayor relevancia. En efecto, bajo un escenario de expectativas racionales, donde el comportamiento futuro de la inflación tiene mayor relevancia en desmedro de la inercia, la proyección de inflación se reduce en 0,4% en el 2000 (más acorde con la proyección privada) y en otro tanto el 2001.

## 2. Conclusión

En síntesis, para una tasa de instancia monetaria constante en 5,25% (UF) durante los próximos veinticuatro meses, la trayectoria esperada para la inflación de *tendencia* se encuentra por encima de la proyección del 27 de enero, y por encima de la trayectoria meta. La magnitud exacta dependerá de las correcciones futuras sobre el FEP y del curso de los precios internacionales, además del resultado de la nueva y anticipada licitación de recorridos del transporte público en Santiago. La preocupación principal de estos efectos puntuales corresponde a su incidencia de *segunda vuelta* sobre otros precios, tarifas, salarios y expectativas, los que pueden perpetuar el impulso inflacionario en el tiempo, más aún cuando las inflaciones anualizadas de mayor magnitud se producen en el segundo semestre del 2000 y el primer trimestre del 2001.



El riesgo relacionado a la velocidad y aceleración de la recuperación de la demanda (y por tanto a una elevación de la trayectoria de la inflación a mediano plazo) es menos relevante que en enero último. Lo mismo se puede decir de presiones inflacionarias asociadas al comportamiento del tipo de cambio y/o recuperación de márgenes.

Hasta aquí el informe del señor Herrera.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que durante lo que va corrido del año se ha visto que las entradas de capitales son extraordinariamente bajas y desea saber si ha sido considerado ese factor o el modelo lo considera, en el sentido de que piensa que había expectativas de que este año hubiera entrada de capitales bastante mayores que las que se están dando, entonces aquí también puede haber un factor de riesgo importante si acaso la situación del primer trimestre continúa en el resto del año.

Contesta don Luis Oscar Herrera diciendo que dentro de lo que son las proyecciones del primer trimestre se están viendo cifras de inversión con crecimiento nulo, o sea, no hay variación de la inversión y el grueso del Capítulo XIV refleja que hay empresas que, hoy día, necesitan menos financiamiento por el lado de la demanda. Por el lado de la oferta, desde el exterior está incorporado a través de un spread de riesgo soberano sobre la deuda externa, menor de lo que había en 1998 y 1999, pero mayores de lo que había en años anteriores. De esa forma, dice, allí hay un factor más permanente de reducción de presión de capital y ese es uno de los factores que, en términos generales, ha llevado a predecir una proyección de recuperación más lenta que en ocasiones anteriores.

El Vicepresidente señor Marshall señala que, desde el punto de vista metodológico, cree que sería conveniente en este tipo de cuadro, poner una proyección a doce y a veinticuatro meses, porque ya pasan a ser importante los primeros meses o el primer trimestre del año 2002. Cree que se podría tener tanto proyecciones anuales como proyecciones a un plazo móvil, que son doce y veinticuatro meses.

Para completar lo anterior, el señor Herrera indica que al primer trimestre del 2002, la proyección de inflación es de 3,2% y la inflación subyacente de 2,9%.

El Vicepresidente señor Marshall comenta lo siguiente: "Respecto a lo que hemos analizado en reuniones pasadas, sobre todo en la reunión de enero donde elaboramos el informe de inflación, trabajamos bastante en los distintos riesgos que enfrentaban las proyecciones que estábamos realizando. Recuerdo que, al menos, hay tres o cuatro riesgos que mencionamos con bastante detalle. El primero es el precio de los combustibles. El riesgo del precio de los combustibles, en todo el análisis que el Consejo hizo, estuvo asociado a lo que pasaba con las expectativas, o sea, el énfasis cuando analizábamos el riesgo de los combustibles decíamos 'lo que nos interesa realmente es evitar que el riesgo de los



combustibles se agregue a una propagación inflacionaria, ya sea por indexación, por expectativas o por otros mecanismos', entonces, quisiera tomar los dos riesgos en conjunto, porque creo que ambos tienen una evolución posterior distinta. Es cierto que los combustibles han tendido a comportarse en el escenario más negativo de las estimaciones que teníamos en enero, pero también es cierto que, desde el punto de vista de las expectativas, se han comportado en el escenario más positivo. Creo que eso de alguna manera está recogido en el informe, sobretodo en la primera parte, donde se reporta lo que ha sucedido con la inflación subyacente en la primera parte del año. Aumenta el precio de los combustibles, pero el resto de los precios está por debajo de lo esperado y termina esa sección diciendo que no hay señales de aumento de tendencia inflacionaria. Entonces, si uno toma en conjunto estos dos elementos, a mi juicio, creo que el mensaje transmitido en enero junto con las condiciones de la economía, credibilidad, etc. hacen que podamos tener hoy día más confianza en que el riesgo de expectativas es menor, a pesar que el escenario combustible ha sido más negativo de lo esperado.

El segundo riesgo que trabajamos bastante, en el mes de enero, fue de una eventual expansión de la demanda por encima de lo que estaba considerado en las proyecciones básicas del modelo o del análisis del Consejo y en ese sentido, creo que la información que hemos tenido recientemente no es menor en la dirección de mostrarnos que el crecimiento, tanto de actividad económica como de la demanda, parece transitar por una trayectoria algo más pausada. Tanto desde el punto de vista de los agregados monetarios como del crédito muestran un comportamiento menos dinámico de lo que podríamos haber esperado en enero. Estamos esperando un crecimiento del primer trimestre algo por debajo de lo que habíamos considerado anteriormente. Me quedé con la duda respecto de la proyección para el año, porque hay una pequeña diferencia de una décima, en realidad, entre lo que está en este cuadro y lo que está en el texto. En el texto se habla de 5,7% a 5,5% y en el cuadro de 5,7% a 5,6%, pero al menos la dirección es la misma, de un crecimiento menor en el 2000 y en el 2001 en el texto y solamente algo menor en el 2000 en el cuadro final. Probablemente las dudas que existían en enero, respecto del curso de la política fiscal durante el año 2000 y 2001, se han ido despejando también en una dirección favorable. Tenemos, en términos de intercambio, algo menos favorable de lo que esperábamos en enero, luego este factor de riesgo que trabajamos con detalle en el análisis de enero, termina diciendo que el riesgo de una reactivación más acelerada se ha atenuado, es una conclusión del informe que tiendo a compartir. Posteriormente, en enero también trabajamos durante varias reuniones los escenarios para el tipo de cambio y creo que si bien no hay modificaciones sustantivas respecto de esos escenarios, al menos el escenario más negativo para la inflación, tiende a disminuir su probabilidad. Lo que hemos tenido hasta el momento es una pequeña apreciación y yo diría una reducción de la dispersión de expectativas para el tipo de cambio en el resto del año. No fue así por la volatilidad que tuvo hacia fin del año pasado.

Por último, los riesgos externos creo que se mantienen. Estamos en un período donde hay bastante riesgo externo, pero son compartidos con los que había en enero, no tenemos en ese sentido novedades, de modo que, en el balance, veo que el riesgo cambiarlo se ha atenuado, el riesgo de una expansión más acelerada de la actividad también se ha atenuado, el riesgo de los combustibles siempre lo discutimos en conjunto con expectativas y creo que ahí tenemos evidencia mixta. Por el lado de expectativas hemos mejorado y por el lado de los combustibles estamos enfrentando precios algo más elevados. Los escenarios externos diría que se mantienen más o menos en la misma dirección, de modo que el balance que obtengo de este cuadro es un cuadro donde la tendencia subyacente básica, la tendencia inflacionaria que el Banco Central debiera mirar, no ha tenido modificaciones relevantes en los últimos meses.

La primera conclusión de diagnóstico es que no estamos en una reunión en la cual tengamos como elemento de diagnóstico una evidencia de inflación o de aceleración inflacionaria básica, subyacente, ni menos considerando el horizonte de 12 a 24 meses.



La segunda conclusión de diagnóstico es que, desde el punto de vista de la actividad económica, si alguna evidencia tenemos, especialmente por la información del margen, es de un nivel de actividad algo menos fuerte, algo más atenuado, por lo tanto, creo que ese es el marco analítico del diagnóstico de esta reunión y esos son los dos elementos principales que yo saco en lo que es estrictamente diagnóstico, que son una actividad económica menos fuerte, de una tendencia positiva, de crecimiento, pero menos fuerte y por el lado inflacionario una situación moderada”.

El Gerente de la División Internacional, don Guillermo Le Fort, manifiesta lo siguiente: “Quisiera también referirme a los elementos principales de riesgo que han sido discutidos y creo que, respecto a un par de ellos, se han dado algunas novedades con la información que hemos tenido desde la reunión de enero a esta fecha.

Primero, respecto del riesgo cambiario, el tipo de cambio ha mostrado una evolución hacia la baja y creo que hay condiciones externas que lo han favorecido. Es cierto que si bien las expectativas de alza de tasa de interés corta en los Estados Unidos y en Europa, que ya se ha materializado, se han afirmado y está cada vez más claro que van a haber aumentos de las tasas de interés de corto plazo, los resultados que aparecen de actividad económica, de proyecciones y las expectativas que muestran los agentes del mercado, muestran que escenarios de aceleración inflacionaria importante de los Estados Unidos que hagan necesaria una política monetaria todavía más contractiva que la que se espera que vaya a ser aplicada, tiende a disminuir. Hemos visto que las tasas de interés de largo plazo, particularmente a 30 años y también en el rango que va de los 5 a 10 años, han sufrido reducciones que son importantes.

Creo que esto entrega un mensaje que es favorable, en el sentido que las tasas de interés de mercado en los Estados Unidos han empezado a evolucionar en algunos tramos ya en dirección a la baja, implicando que no se requeriría un tiempo muy prolongado de política monetaria contractiva en Estados Unidos. Si eso es así, hay implicancias favorables en términos de riesgo cambiario en Chile. El escenario era más complicado hace un par de meses atrás, porque los precios de las acciones no habían empezado a reducirse, no había evidencia de una desaceleración en el crecimiento del empleo y se pensaba que el Federal Reserve podía tener que actuar más fuertemente que simplemente a través de declaraciones de preocupación. Puede ser marginal, pero puede ser también una primera indicación de un movimiento en un sentido más favorable.

Además de eso, como se ha señalado anteriormente, creo que en términos de la expansión de la demanda agregada, hemos tenido noticias que muestran que un escenario de una rápida expansión aparece como mucho menos probable. Particularmente, en lo que se relaciona con indicaciones relacionadas a la inversión, hay números tanto de importaciones de bienes de contracción que muestran una recuperación más lenta y más pausada y ese siempre ha sido el factor más importante que marca aceleración. Asimismo, como se ha mencionado, los flujos de capitales de mediano y largo plazo que muestran una situación de bastante escasez. Creo que no es un shock de carácter externo el que está generando la escasez de los flujos de capitales, sino que más bien es un shock de carácter interno, derivado de la baja demanda de financiamiento.

En ese escenario, creo que existe un riesgo relacionado con las tasas de interés de mediano y largo plazo que están hoy día en un nivel relativamente alto y que están marcando una tasa de interés esperada de la política monetaria de hasta 6,5% al final de este año. Esto presenta un riesgo de una desaceleración o de una no aceleración de la demanda, que parece no ser conveniente desde el punto de vista de los equilibrios macroeconómicos y no consistente con la mantención de una tasa de inflación de mediano y largo plazo de entre 2% y 4%. Creo que ese es un elemento de riesgo que hacia el año 2001, una vez superadas las presiones



inflacionarias de carácter transitorio relacionadas con el petróleo, debe ser también un objeto de cuidado y de preocupación”.

El Presidente, don Carlos Massad, señala lo siguiente: “Quisiera comentar un poco las cifras tal como se ven. De la información entregada se desprenden, para mí, dos cosas. La primera es que las cifras de inversión van a ir mostrando una tasa creciente durante una parte del año, cuán largo sea ese proceso y cuándo exactamente ocurra, depende básicamente de factores internacionales que no está en nuestras manos manejar, pero sin duda vamos a ir mostrando, en el año, tasas de crecimiento de precios, por lo menos en la primera mitad, con tendencia hacia arriba más que con tendencia hacia abajo. Observo, al mismo tiempo, que las expectativas privadas de inflación son crecientes y eso se muestra en la mirada directa de expectativas como en las cifras que se desprenden de los cálculos de tasas de interés. Se muestra ahí, claramente, un ajuste hacia arriba de las expectativas privadas de inflación. También eso se ve en las tasas largas, en las cuales se está reflejando expectativas de que el Banco Central hará un proceso continuado de aumento de tasas de interés a través del año. Por otra parte, estamos teniendo una situación de tipo de cambio que está en cierto sentido vinculada también con los aumentos previstos de inflación, ya que el efecto de las tasas nominales hace más caro mantener posiciones en divisas y por lo tanto, influye en cierta medida en la dirección en que se mueve el tipo de cambio ahora, de modo que esperaría que esa dirección, al menos por este factor, fuese sólo de carácter transitorio y que más adelante este factor haría que tuviéramos ajustes cambiarios por encima de lo que hoy día se percibe en el mercado.

El conjunto de esta situación, unido a la composición del gasto que se está observando de aumento del consumo relativamente acelerado y del no incremento de la tasa de inversión, me hace pensar que estamos en una situación en que las tasas de interés están mostrando una relación entre sí que es la contraria de la que quisiéramos que mostrara y me indica que este efecto de tasas de interés está produciendo, sobre la economía, una composición del gasto indeseable, al mismo tiempo que perspectivas de aumento de las tasas largas sobre la base de aumentos sucesivos de las tasas cortas, que no se justifican, sobre la base de la información de que disponemos. Por esa razón, pienso que es muy importante despejar esa duda en el mercado, respecto de las acciones futuras del Banco Central en materia de tasa de interés, despejarla hasta donde sea posible y despejarlas, de tal modo, que pudiera ese proceso ayudar a cerrar la distancia tan grande que aquí se ha señalado entre tasas cortas y tasas largas que afecta la composición del gasto. Creo que una acción en ese sentido contribuiría a mejorar los equilibrios macro este año, a mejorar la composición del gasto y a darnos una situación de mejor perspectiva en términos de producto potencial para los años próximos. De hecho, la falta de inversión que se ha observado está sin duda afectando la tasa de crecimiento del producto potencial.

Si a eso se agrega el efecto real del precio del petróleo, tenemos un segundo efecto sobre el PIB que nos afecta por el lado de la oferta de productos, que complica el balance entre demanda y oferta que estamos tratando de lograr manteniendo un cierto grado de potencial expansivo en la tasa de interés. Esto me hace pensar que estamos corriendo un riesgo en este minuto y que el balance de riesgos que se observa, en materia de tasas de inflación, es más bien hacia arriba que hacia abajo y ese balance es para mí un grado de preocupación.

Me preocupa un segundo punto que ya he mencionado en reuniones anteriores y es que nosotros no hemos definido finalmente la forma en que vamos a presentar nuestro análisis, si lo vamos a continuar haciendo formalmente como lo hacemos hasta ahora con el IPC nominal o si más bien nos movemos en dirección de un IPC de tendencia. Mientras no hagamos ese movimiento, vamos a estar dando señales equivocadas al sector privado en el sentido que no vamos a cumplir nuestra meta de inflación y aquí se ven cifras tan altas como 5,1% que confío que no tendrán una alta probabilidad, porque si esas fueran las cifras, el Banco Central tendría que tomar acciones un poquito más decisivas en ese caso. Yo, más bien, me atengo a las proyecciones que aparecen bajo la hipótesis 1, pensando que todavía tienen riesgo hacia arriba, pero bajo



esas hipótesis o bajo cualquiera otras, creo que ganaríamos mucho en definir la forma en que estamos presentando nuestra política monetaria hacia el futuro.

Cuando hablamos de política monetaria con una visión de doce a veinticuatro meses, no hay ninguna duda que tenemos que hablar de índices de precios de tendencias más que índices de precios de lo que ocurre en el plazo corto, de modo de afirmar ahí la acción de política monetaria del Banco Central.

Mi balance de esto es que veo riesgos más bien hacia arriba. Tal como se están produciendo los hechos, veo expectativas de inflación del sector privado crecientes y todos los indicadores que tenemos apuntan en esa dirección y como vamos a tener cifras de inflación efectivamente más altas en los próximos meses, pueden ser una base para afianzar estas expectativas crecientes hacia el futuro. Por esa razón, pienso que convendría que actuáramos en el sentido de despejar las incógnitas que ocurren en materia de políticas en el plazo corto del Banco Central, al mismo tiempo que prevenir ahora los riesgos de inflación algo más altos, que parecen preverse en el sector privado y en nuestras propias proyecciones, al menos en el IPC efectivo y también, en alguna medida, en el IPC subyacente.

Por último, quisiera señalar que tenemos relativamente poco tiempo para hacer eso, el año avanza y las cifras de inflación van a ir afianzando en el mercado una visión tal vez más alta de lo que es la realidad y eso me hace pensar en que tenemos que actuar con cierta prontitud, para no cometer errores que hemos cometido en el pasado, por no ajustar un poquito a tiempo hemos tenido que hacer grandes ajustes más tarde".

El Vicepresidente señor Marshall consulta al Presidente si es posible tener despejado, para la próxima reunión que será el 11 de abril, el tema sobre cuáles son los objetivos y cuáles son las variables intermedias que se están observando, ya que esto va a seguir siendo una dificultad en el debate y en el diagnóstico.

El Presidente contesta diciendo que este tema debiera resolverse al preparar el Informe de Política Monetaria de mayo, pues ahí se va a tener que hacer un análisis detallado.

El Vicepresidente señor Marshall cree que hay que hacerlo antes y el Consejero señor Piñera señala que gran parte de la discrepancia que ha habido en el diagnóstico se basa en que el Consejo está mirando la subyacente o la medida y éste es un punto que hay que definir. Cree que es fundamental autoimponerse un plazo, que sea anterior a que salga el Informe de Inflación, recordando que hay un cierto período de tiempo para que la gente aprenda que es la subyacente lo que van a estar mirando y que no aparezca que el Consejo se ha cambiado de la medida a la subyacente a raíz de que el informe de inflación, el primero de ellos, muestra que la medida sube mucho y no la subyacente. Es una forma de creer que el Banco cambió de idea porque en este caso particular, cuando se emita el Informe de Inflación se demuestra que la subyacente está por debajo de la medida, lo cual le haría perder parte de credibilidad a dicho informe.

El Presidente está de acuerdo en que el tema sea definido antes que salga dicho Informe, porque para poder redactarlo es preciso tener esa definición.

El Consejero señor Piñera insiste en que se necesita un tiempo previo para explicar los conceptos.



El Consejero señor Desormeaux cree que lo que se puede hacer es que precisamente sea el propio Presidente el que, en alguna intervención pública, explique pedagógicamente por qué especialmente en circunstancias como las actuales, cuando hay presiones de costo, es muy importante distinguir entre inflación subyacente e inflación efectiva y agrega que no tendría ningún inconveniente en que el tema se abordara de esa manera.

El Vicepresidente señor Marshall dice no tener ningún problema en eso, pero lo que se había acordado en el diseño del Informe de Inflación es que antes de dicho informe exista un documento del Consejo del Banco Central, señalando cuáles son los parámetros que está utilizando para sus políticas, y eso que quede reflejado en una intervención del Presidente, le parece excelente. Si es posible hacerlo en este mes, mejor todavía, pero como dice el Presidente, hay que discutirlo.

El Presidente concluye en que eso hay que discutirlo en detalle, lo que va a tomar un poquito de tiempo, pero es obvio que hay que tenerlo antes del Informe de Política Monetaria.

A continuación, el Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé, presenta las siguientes opciones de política monetaria y recomendación:

“ De acuerdo a las proyecciones presentadas en el Informe mensual, el escenario en materia de inflación se mantiene complejo desde la perspectiva de la administración de la política monetaria. El aumento que se prevé en la inflación efectiva, tanto la registrada por el IPC total como por el IPC subyacente, cuestiona seriamente la factibilidad de alcanzar la meta de inflación para el año en curso (+/-3,5%). Sin embargo, este fenómeno tiene su origen claramente en las presiones de costos asociadas al aumento en los precios internacionales del petróleo y no a eventuales presiones inflacionarias que pudieron temerse a partir de una aceleración del crecimiento del gasto y del traspaso a precios de la depreciación del peso en la segunda mitad de 1999, las cuales representan por ahora una amenaza menor.

Existen en este contexto algunos problemas y riesgos relevantes para la decisión de política monetaria.

- Riesgo de efectos inflacionarios de segunda vuelta: el aumento en la inflación por presiones de costos puede retroalimentarse a través de mecanismos de indización en precios administrados y salarios, junto con un eventual efecto al alza en las expectativas de inflación, planteándose así un escenario de mayor inflación más allá del presente año. Este riesgo se atenúa en una situación de alto desempleo y amplia capacidad instalada ociosa, pero puede incrementarse con una política monetaria expansiva.
- Riesgo de pérdida de credibilidad del Banco Central: el Banco tiene una meta “transitoria” de +/-3,5% para este año, referida a la inflación medida según el IPC total, la que se ve muy difícil de cumplir, incluso aceptando un margen de tolerancia de medio punto. El incumplimiento de la meta por primera vez en diez años podría involucrar el riesgo de pérdida de credibilidad en la determinación del Banco Central en mantener la estabilidad de precios y cierto grado de confusión respecto al rol de las metas. Hasta ahora el Banco Central ha mostrado (deliberadamente) cierta ambigüedad en su discurso público, sosteniendo que mantiene la meta de este año, pero que le preocupa más el desempeño de la inflación de tendencia en un mediano plazo (el próximo año). Este dilema puede desaparecer a partir de la publicación del Informe de Política Monetaria en mayo, pero la creciente impresión en el mercado respecto a la dificultad de cumplir la meta de este año representa un problema para el Banco Central desde ahora hasta esa fecha.



- Riesgo de tasas de interés de mercado innecesariamente altas: la interpretación del riesgo anterior por parte del mercado, sobre la base de la "función de reacción" del Banco Central que se deduce de la historia reciente, hace que operadores y analistas apuesten mayoritariamente a un aumento sustancial de la tasa de instancia de aquí a fin de año. Esto ha puesto presión sobre las tasas de interés de mercado, desvirtuando parcialmente el carácter expansivo de la actual tasa de instancia. Hasta hace un par de meses se pensaba que la instancia monetaria se movería hacia una posición más neutral en virtud de la fase de expansión del ciclo que se anticipaba con fuerza para este año. Ahora se prevé una trayectoria similar de la tasa de instancia pero motivada por el aumento previsto en la inflación, aún con una economía creciendo algo menos. Todo lo anterior se complica si se considera que existe bastante confusión respecto de cuál es una tasa de instancia neutral, aunque la impresión dominante en el mercado es que ésta se ubicaría más cerca de 6,5% que de 6%. El riesgo mayor asociado a esto es que presiona al Banco Central a ajustar su tasa de instancia siguiendo al mercado, lo cual es innecesario a la luz de las proyecciones de inflación y crecimiento que fueron presentadas en el Informe mensual.

Tomando en cuenta los riesgos descritos, las opciones de política monetaria siguen siendo, como el mes pasado, de mantener o endurecer, y dentro de esta última, si hacerlo levemente (25 puntos base) o algo más sustancialmente (50 puntos base). El riesgo de efectos de segunda vuelta de las presiones de costos hace recomendable subir la tasa de instancia como una forma de reforzar la posición preventiva que inició la política monetaria en enero pasado, *considerando que la actual instancia es aún expansiva*. Sin embargo, la ausencia previsible de presiones de demanda y la moderación proyectada en la trayectoria del tipo de cambio harían por ahora innecesario un aumento mayor a 25 puntos base.

Los restantes riesgos son más complejos de enfrentar únicamente con la decisión puntual de política monetaria a ser tomada en esta reunión. Es cierto que el Banco Central se verá crecientemente presionado a reconocer que no será posible cumplir con la meta de este año pero esta situación sólo podrá ser salvada en propiedad a partir de la publicación del Informe de Política Monetaria en mayo. No obstante, si cualquier cosa, la opción de subir la tasa de instancia ahora es una señal poderosa en la dirección de apoyar el compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios aún en un contexto de presiones de costos y en ausencia de un vehículo de comunicación formal y creíble de las proyecciones y orientaciones de las políticas del Banco Central.

Menos directa es la relación entre subir la tasa de instancia ahora y afrontar el riesgo de seguir al mercado en una escalada de aumentos de tasas. Al revés, podría pensarse que este alza hipotética de 25 puntos base está justo en línea con una trayectoria que termina el año en 6,5%. Sin embargo, la opción alternativa de mantener la tasa de instancia puede entenderse como una mera postergación (incluso motivada por razones políticas) que será necesario un ajuste más drástico con posterioridad. Ante esta disyuntiva, *si la opción escogida es la recomendada, es decir, un aumento de 25 puntos base*, sería conveniente hacer ver públicamente que: (a) dadas las perspectivas de una disminución probable de las tasas de inflación una vez disipadas las presiones de costos, sobre la base de una proyección de crecimiento moderado de la demanda, este aumento preventivo de la tasa de instancia sería por ahora suficiente para enfrentar los riesgos de desalineación de expectativas; y (b) la tasa de instancia en UF más 5,5% mantiene un carácter expansivo, pero no es obvio que deba incrementarse sustancialmente más antes de alcanzar una posición de neutralidad, en vista



que las actuales condiciones de la economía chilena no son iguales a las prevalecientes en la década pasada."

El Consejero señor Piñera dice que respecto a lo planteado, no ve muy conveniente mover la tasa de instancia hoy día y agrega:

"Primero, porque la reactivación ha sido más lenta de lo esperado. Esto está claramente demostrado que la demanda agregada ha crecido menos de lo esperado, luego, si se hace un balance de los riesgos que se vio hace dos meses atrás, hoy día estamos en una mejor posición, en parte por eso, en parte por el hecho de que la entrada de capitales que pensamos que iba a ser muy fuerte este año, no se ha manifestado;

Segundo, se ha despejado bastante el riesgo de un fuerte aumento del gasto público, a raíz de las últimas declaraciones del Ministro de Hacienda, tanto para el año 2000 como para el año 2001, en que muestra una clara intención del gobierno de recuperar el superávit fiscal el próximo año. Sumado a eso, el hecho que lo más probable es que el Banco Central cuando haga explícitas sus políticas, va a plantear que lo que está mirando es la inflación subyacente y no la efectiva, en ese caso, vemos que en la subyacente no hay grandes problemas en esa materia;

Tercero, si subimos hoy día la tasa, corremos el riesgo de que hay fuertes probabilidades que haya un aumento del precio del petróleo en un futuro cercano y aún cuando no haya mucha vinculación, el mercado va a esperar que el Banco Central reaccione frente a ese elemento que va, otra vez, a aumentar más las expectativas de inflación. En esa medida, subir hoy día la tasa de interés, nos puede llevar a una presión futura de seguir subiendo la tasa de interés en forma bastante acelerada. Creo que la discrepancia que tenemos con el sector privado de 6,5% como tasa estable y el Banco Central un 5,5%, es un diferencial muy grande y la única forma de poder cerrarla va a ser básicamente cuando hagamos público el Informe de Inflación y expliquemos perfectamente bien qué es lo que mira y qué es lo que está buscando el Banco Central, y plantear una proyección no sólo a diciembre del 2000 sino que para el año 2001.

A continuación, interviene el señor Ministro de Hacienda, señalando lo siguiente:

"Me voy a referir al tema de la tasa de instancia hacia el final de la reunión cuando haya escuchado la opinión de todos los miembros del Consejo. Sólo creo que puede ser informativo a estas alturas, el reiterar el compromiso que tiene el gobierno del Presidente Lagos con una trayectoria fiscal que calificaría de extremadamente prudente. Como es público, el Presidente ha hecho el propósito de no alterar el incremento de gasto público contenido en la Ley de



Presupuesto, que es algo más del 3%, frente a cifras de crecimiento, explicadas por ustedes mismos, bastante superiores. Además, las cifras de incremento del gasto no están incluidas acá y no sabemos si los ingresos públicos están más bien atados al gasto que al producto. La implicancia del irrestricto respeto al presupuesto sobre la situación fiscal es clave. De hecho, durante los días que llevamos en ejercicio hemos sido enfáticos en que para la solución de los dos problemas más asfixiantes que el país ha detectado como tales -si uno juzga lo declarado por las dos candidaturas que reunieron virtualmente el 96% de la votación- y que son el problema del tiempo de espera en los consultorios y el problema del empleo, se han hecho los esfuerzos en el marco de un presupuesto extremadamente restrictivo, para financiar algún alivio en esta materia enteramente sobre la base de fondos frescos provistos desde los presupuestos ya aprobados de cada Ministerio. Como ustedes saben, la Ley nos faculta para hacer reasignaciones hasta por US\$ 40 millones y si se incluyen las reasignaciones al interior de cada Ministerio, hasta por US\$ 50 millones. Aún más, hemos declarado que lo que haremos como una regla de política fiscal, que es todavía mucho más impactante desde el punto de vista de la conducción de política fiscal en el corto, mediano y largo plazo, es el anuncio respecto del presupuesto del próximo año. Esa regla de política ha sido establecida como la recuperación de un superávit estructural de las cuentas públicas, equivalente al 1% del producto y su mantención en los años futuros.

Como se sabe, el concepto de superávit estructural no es lo mismo que el concepto de superávit contable o materializado, en tanto cuanto dos parámetros que son significativos cual es el nivel de empleo y la distancia entre el precio del cobre coyuntural y el precio del cobre de tendencia, pueden hacer que el resultado fiscal difiera, y a veces significativamente, de su posición estructural. Sin embargo, los riesgos se cancelan en uno y otro sentido, por cuanto si la economía se encuentra más bien débil y el precio del cobre se encuentra también débil, el superávit contable tenderá a estar debajo del 1%, pero también, como fuera la característica de varios años durante la década pasada, en el evento en que haya un boom en el precio del cobre y bastante ligado a eso si uno le cree a Calvo y Mendoza, un boom de la demanda doméstica, el superávit contable será bastante superior al 1%. Esa será la regla. No necesito argumentar lo que eso implica en términos de la relación deuda pública-producto, porque es trivial. No sólo cae el numerador sino que además aumenta el denominador, con lo cual tenemos una convergencia de la deuda pública hacia niveles realmente aún más bajos de lo que existe ahora, abriendo cada vez más espacio al sector privado.

Pienso que esta información es relevante para la discusión que hoy día ustedes tienen, al menos en dos sentidos. El primero es que la tasa de interés de equilibrio de largo plazo o tasa de instancia neutral, sin duda alguna está afectada por la conducción de la política fiscal. No necesito recordar aquí que, en promedio, la expansión del gasto público durante los años 90 y en particular durante la última parte de los años 90, fue algo superior a lo que estaría implícito, en promedio, para el sexenio que viene por delante. En segundo lugar, y Camilo (Carrasco) nos entregaba alguna evidencia de eso, al menos en lo que va corrido del año, es nuestra convicción que tras las enormes pérdidas sufridas por los inversionistas internacionales en los mercados emergentes, como por lo demás lo atestigua de modo elocuente el nivel actual que tienen los spread de los bonos soberanos de los países emergentes, es previsible una abundancia de la liquidez externa, algo, si no significativamente menor que lo que fuera la característica del los años 90 con la consiguiente menor presión sobre la demanda efectiva doméstica. Nuestra impresión es bastante más cercana a la que entiendo tienen ustedes en el sentido que probablemente una tasa de política monetaria neutra debiera estar entre 5% y 6%, en lugar de entre 6% y 7% como estuviera en otros momentos.

Me parece que dada la existencia de capacidad ociosa y de un nivel de empleo menor al del pleno empleo, es atendible o apropiado el que la tasa de instancia se encuentre algo debajo de la tasa neutra, esto es, permitiendo que la demanda agregada crezca algo por arriba del producto potencial, y asimismo el producto, haciendo uso, aunque pausadamente, del potencial productivo disponible.

Eso es lo que les puedo decir en materia de política fiscal.



Quisiera hacer un par de comentarios respecto de la descripción más técnica que ustedes han tenido. La evidencia presentada por la División de Estudios en el sentido de la curva de rendimiento, es sin duda un elemento que vale la pena analizar. Las tasas implícitas parecen ser significativamente superiores a lo que el análisis técnico del Banco arroja, en términos del curso futuro posible de las tasas, en el contexto de la inflación controlada. Eso es, sin duda, un elemento negativo desde el punto de vista de la conducción macroeconómica, por cuanto hay un problema de información, de diferencia de diagnóstico que hace que la política económica se torne menos efectiva. Sin pretender abusar del argumento, creo que la discusión que introdujo Jorge Marshall y que también comentó Jorge Desormeaux respecto de cuál es la meta de inflación que el Banco Central está persiguiendo, es del todo relevante a este efecto. Creo que en el mercado existe un notable grado de confusión respecto de si el Banco está siguiendo la inflación medida o la inflación de tendencia y no escapará a vuestra atención que en la medida en que algunos agentes, al menos, piensen que el Banco está más cerca de seguir la inflación medida, la función de reacción que esperan por parte del Banco Central, en materia de tasas, es significativamente distinta de la que tendrían si vieran al Banco como cauteloso en un sentido de tendencia o más en el plazo medio. Por lo mismo, me parece que despejar esa situación sería sin duda favorable desde el punto de vista de entregar información más completa, para la adecuada formación de la curva de rendimiento.

En segundo lugar, tendría alguna cautela a la hora de interpretar las tasas implícitas tras la curva de rendimiento, no sólo por el argumento antes mencionado, sino también porque el mercado de distintos plazos en Chile es un mercado bastante delgado, con fuertes problemas de liquidez, de tal suerte que no es posible deducir enteramente expectativas sobre tasas cortas, cuando podemos estar observando también un premio asociado a solicitar liquidez. Todo esto apunta a que tanto la información fiscal que yo les entregaba, cuanto una interpretación más pausada y más razonada de la curva de rendimiento, podría acercarnos al mercado en términos de entender mejor cuál es lo que podríamos considerar una instancia neutra y a qué distancia, si a alguna, estamos de aquella".

El Gerente General manifiesta lo siguiente: "Tengo en estos momentos muchas dudas que haya que subir la tasa de instancia y básicamente, porque creo que la estructura de tasas, la curva de rendimiento, refleja una gran credibilidad en el Banco Central y poca credibilidad en el Fisco. La historia de los últimos años ha llevado al mercado a la idea de que la mezcla de políticas ha sido siempre política monetaria restrictiva y política fiscal más expansiva. En consecuencia, creo que si hay una oportunidad en que se pueda cambiar esa idea que tiene el mercado, es justamente ahora. Estamos en un momento que posiblemente no se va a repetir, porque tenemos un nuevo gobierno y un nuevo Ministro de Hacienda. Estimo que si somos capaces de convencer al mercado que efectivamente desde aquí para adelante vamos a hacer algo distinto en mezcla de políticas, podemos mejorar sustantivamente las políticas macroeconómicas para los próximos años y desde ese punto de vista, no estoy muy seguro si el Banco Central ahora sube la tasa de interés, el mensaje que va a estar dando es "le creo al Ministro Eyzaguirre, pero hasta por ahí no más". Me inclino por buscar una fórmula en que posiblemente el Banco Central pueda dar el beneficio de la duda al Ministro de Hacienda, en este inicio de su período, y confiar en que efectivamente se va a cambiar drásticamente lo que se había estado haciendo en materia de política fiscal y en ese caso, la tasa de interés del Banco Central no tiene por qué llegar a ser lo que el mercado está pensando que tendría que ser de aquí a fin de año".

El Presidente señala lo siguiente: "Aquí se ha hecho un argumento políticamente importante. No estoy seguro si el mejor mensaje que le podemos transmitir a la economía, en este momento, es que en una reunión en la cual está presente el Ministro de Hacienda, en la que se reconoce la fortaleza de la política fiscal, el Banco Central adopta una decisión al respecto, incrementando levemente la tasa de interés, y al mismo tiempo señala que un elemento importante para considerar que esta tasa de interés debe ser estable hacia delante por un período, es que la política fiscal es una política seria. Creo que nuestros mensajes son



más firmes con una acción que sin una acción, los mensajes verbales duran muy poco tiempo, los mensajes con una acción duran mucho más, pero lo que sí tendríamos que cuidar es que si hay un aumento de 0,25% en la tasa, el comunicado que lo establezca reconozca muy claramente que nos acercamos a una tasa neutral - no estamos todavía en ella, sigue siendo expansiva pero nos acercamos a una tasa neutral - y que es posible mantener esa política gracias a la firmeza de la política fiscal que se ve en ciernes. Comparto mucho el punto de vista de Camilo (Carrasco) de aprovechar esta oportunidad para darle un apoyo a la política fiscal, pero creo que el mejor apoyo que le pudiéramos dar es que en una sesión en que está presente el propio Ministro, nosotros pudiéramos darle una señal a la economía de que estamos mirando el asunto con cuidado, el Ministro también y estamos todos vigilando los niveles macro.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta lo siguiente: "Creo que el gran cambio de información que hubo en el último mes y dos meses fue en cuanto a intensificación del shock petrolero, que fue ilustrado por Luis Oscar (Herrera) y por Felipe (Morandé), es que ha sido de magnitud solamente comparable con el primer shock petrolero, período 1973-1974. Ha subido en 15 meses o en 12 meses el precio del petróleo de US\$ 10 a US\$ 28 en el mercado spot y cada vez que nos hemos reunido en los últimos meses hemos ajustado algo hacia arriba nuestras proyecciones correspondientes. Ciertamente sí existe una gran lección de la política monetaria de los años 70 y 80 y los desbordes de ella en los países se debe, en particular, al hecho de que la política monetaria de Estados Unidos y los precios se acomodaron completamente a los shocks petroleros menores que otros años, lo que provocó un espiral de inflación que terminó, como a comienzos del año 80, requiriendo ajustes muy intensos.

Ciertamente no es objetivo de la política monetaria tratar de compensar el efecto de primera vuelta directo al precio del petróleo, pero es objetivo evitar o minimizar al menos los efectos indirectos y de segunda vuelta y ahí los riesgos que corremos son muy claros y están reflejados, en parte, en una minuta distribuida por el Gerente de División y escrita por Luis Oscar Herrera hace un par de días atrás, donde ellos estiman que un alza de US\$ 8 el barril genera un efecto inflación de primera vuelta de 1,6% y otro 1,6% por efecto de segunda vuelta, lo que da un total de 3,2%. Eso es para US\$ 8 y no los US\$ 18 que subió en los últimos 15 meses, por tanto, creo que justamente para minimizar los efectos indirectos y de segunda vuelta, se requiere necesariamente una corrección en la política monetaria actual y pienso que estamos en situación inmejorable, por la posición claramente expansiva, en la cual la tasa se encuentra actualmente. Enseguida, por los efectos que dicha política tiene sobre la actividad en 9, 12 meses y sobre los precios entre 12, 18 y 24 meses más, período en el cual ciertamente, la brecha producto va a estar bastante más minimizada respecto de hoy día y por tanto, no son tanto las consideraciones reales de actividad actuales o no son las únicas que delimitan nuestras decisiones de política hoy día sino que las consideraciones de que consta la economía chilena en 9 meses más, en 12, en 15, en 18 meses más, creo que dada esa conjunción, se hace absolutamente imprescindible la corrección hacia arriba de la tasa de instancia".

La Consejera señora Ovalle señala lo siguiente: "Creo que después del análisis que hemos hecho en esta sesión, la situación que estamos enfrentando es similar a la del mes pasado, aunque contamos con más información al conocer con más certeza indicadores importantes. El principal agravante sigue siendo la incierta situación del precio internacional del petróleo, que presenta esta vez un escenario más negativo. Es cierto que no hay señales de una aceleración en el proceso de recuperación y que hay holguras, pero advirtiéndolo que el crecimiento está dentro de lo programado por el Banco Central. Quiero destacar lo positivo de lo manifestado por el señor Ministro de Hacienda en lo relativo a la política fiscal, su posición es muy bien recibida y tranquilizadora para este Banco Central. Pero, también es cierto que las expectativas de inflación van en alza y pueden verse afectadas por el proceso de transparencia, y que si bien un alza de tasas no influirá en los efectos directos de la situación actual, sí puede influir en sus efectos indirectos sobre las expectativas. Además, como



ya hemos visto en las dos reuniones anteriores, el costo económico de equivocarse manteniendo el actual nivel de tasas que sin duda tiene carácter expansivo, es mayor que el costo de optar por un aumento, dado que estamos hablando de un aumento leve que eminentemente tiene un carácter de "señal" al mercado. Por estas razones estoy de acuerdo con un alza de 25 puntos base".

El Consejero señor Desormeaux manifiesta lo siguiente: "Entiendo el comentario de Camilo Carrasco de la siguiente manera: creo que aquí la información que hemos recibido en materia de política fiscal por parte del Ministro de Hacienda, nos indica que la tasa de interés neutral de Chile probablemente va a ser más baja en el futuro. No necesariamente significa que sea inadecuado ajustar la tasa hoy día, lo que si obviamente nos está dando es una señal muy poderosa y también debiera dársele al mercado en el sentido que las tasas de interés de neutralidad no son de 6% o de 6,5%, sino que probablemente están por debajo del 6%.

Comparto el diagnóstico de Klaus (Schmidt-Hebbel). Creo que aquí es cierto que algunos riesgos se han minimizado, como la velocidad de la recuperación, la que no es explosiva, lo cual indudablemente es algo positivo. El hecho que el tipo de cambio se haya suavizado y no haya presiones importantes, también lo es, pero realmente la presión más importante es aquella del petróleo y la verdad es que nuestra tasa de instancia monetaria hoy día es expansiva y eso es un riesgo muy grande. De manera tal que indudablemente hoy día corremos el riesgo, por no tomar medidas adecuadas, de estar agravando los riesgos de los efectos indirectos de estas políticas, de los posibles cambios en expectativas que puedan haber, y en definitiva, creo que el nivel actual de las tasas de interés de largo plazo, de alguna manera, es un reflejo de que esos riesgos existen.

Creo, francamente, que un alza en la tasa de instancia monetaria, no es un riesgo para la recuperación, incluso si ésta es bien interpretada por el mercado, puede ser que se traduzca en una caída en las tasas de interés de largo plazo, de manera tal que, haciendo el balance de los riesgos, estimo que el riesgo de ajustar la tasa en un cuarto de punto hacia arriba, es mínimo. Sin embargo, si la suma de los riesgos termina generando una verdadera amenaza de inflación importante, quiero decirles que hay información hoy día que dice que en Estados Unidos los stocks estratégicos de gasolina se están agotando, que la puesta en marcha nuevamente de pozos que han dejado de producir, puede tomar más tiempo de lo que se pensaba, de manera tal que podemos tener precios que en definitiva caigan, pero caigan más lentamente de lo que teníamos previsto. Todo eso indudablemente hace que para nosotros, un ajuste en el cuarto de punto de la tasa de instancia, sea realmente un seguro que vamos a agradecer haber tomado en el futuro".

El Vicepresidente señor Marshall agrega: "No voy a argumentar adicionalmente, simplemente voy a decir que soy partidario de mantener la tasa de instancia tal cual está ahora y decir, desde el punto de vista de la votación, me voy a sumar a la mayoría. Creo que los argumentos en ambas posiciones son razonables, pero soy fuerte partidario a mantener la tasa de instancia, con una invitación al Consejo a sumarse a esa posición. Si no soy exitoso en esa iniciativa, me voy a sumar a la mayoría en la votación".

El Consejo procede a votar:

Consejero señor Desormeaux : Un alza de 25 puntos base.  
Consejera señora Ovalle: Un alza de 25 puntos base.



Presidente señor Massad: Un alza de 25 puntos condicionado a que en el comunicado se incluya claramente una indicación de que esta tasa es para mantenerse por un tiempo, que la política fiscal es un apoyo a la política monetaria y que eso hace innecesario pensar en movimientos de tasas en el corto plazo.

Consejero señor Piñera: Se suma a la mayoría.

Vicepresidente señor Marshall: Se suma a la mayoría.

Como consecuencia de lo anterior se adopta el siguiente acuerdo:

**03-01-000316 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo acordó subir la tasa de instancia desde UF más 5,25% a UF más 5,5%.**

**Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustarán en igual magnitud.**

Por último, interviene el señor Ministro de Hacienda diciendo: "Como todos ustedes saben, la ley sólo me faculta a decir algunas palabras y no a votar, me faculta para ejercer el veto suspensivo en el caso de que hubiera alguna discrepancia. De todo lo que he escuchado, me parece que la evolución desde enero a esta parte ha sido más bien favorable, desde el punto de vista de la política inflacionaria, por varios elementos. Uno, por el ritmo más pausado de recuperación de la demanda; Dos, por el menor riesgo de tener un alza significativa o una depreciación de importancia en el peso, sí algo más bien me preocupa es la situación inversa. La inflación resto indica claramente que la credibilidad del Banco Central está en un alto nivel, por lo que el riesgo de propagación de eventuales correcciones futuras es mínima y porque pienso, en último término, que la pendiente de la curva de rendimiento refleja una insuficiente comprensión del mercado de la política monetaria del Banco Central, una insuficiente internalización por parte del mercado de la política fiscal de las autoridades y severos problemas de liquidez al interior de los distintos plazos de transformación, que hacen que esa información deba ser interpretada con cautela toda vez que la probabilidad del riesgo de iliquidez no es menor, lo que se ve reflejado en las tasas.

Por todo lo anterior, hubiera sido más partidario de una mantención de la tasa de instancia, sin embargo, no será mi política, en lo general, espero nunca, inmiscuirme en el micro manejo de política monetaria del Banco Central, y sólo haré uso de las facultades que la ley me otorga en el caso en que me asista la convicción de que está de por medio un cambio fundamental en la evolución macroeconómica, lo cual creo que, obviamente, no es el caso en esta situación.

Con todo, entiendo que el riesgo fundamental que estamos evaluando hoy día, es la probabilidad de propagación de eventuales shocks futuros en el precio doméstico del petróleo, lo que como muy bien comentó la División de Estudios no es improbable dada la diferencia del precio internacional y la paridad doméstica. Mi preferencia hubiera sido, si ustedes evalúan el riesgo propagación como importante de neutralizar, el que hubieran decidido un cambio de instancia monetaria cuando ese shock se hubiera materializado. No obstante, hay argumentos en pro y en contra de actuar reactivamente ante el shock y puedo entender que se decida actuar en forma precautoria.



Me gustaría sí, que el comunicado dejara establecido lo que, si mal no he entendido, son dos criterios fundamentales: 1) que esta decisión tiene por objeto fundamental evitar posibles riesgos de propagación de eventuales shocks futuros de costos y 2) que con ello el Banco Central se siente relativamente o medianamente satisfecho respecto que la instancia monetaria actual elimina los riesgos que la inflación no se enmarque en el rango de 2% a 4% hacia el 2001, por lo menos en el futuro cercano previsible”.

Finalmente, el Presidente propone el siguiente texto para el Comunicado:

“ El Consejo del Banco Central realizó, en el día de hoy, su reunión mensual de política monetaria en la cual se hizo un análisis de la evolución de la economía en las últimas semanas y de las perspectivas para los próximos 8 trimestres.

En este análisis, de acuerdo a los antecedentes disponibles desde la reunión de febrero pasado, se han incorporado las nuevas condiciones en los mercados internacionales de combustibles, anticipándose en la actualidad que la reducción de sus precios podría no darse con la intensidad y velocidad que se previó anteriormente. Aparte de su efecto directo, esto significa un mayor riesgo de propagación hacia la inflación interna, especialmente durante el presente año, aunque esta presión externa debiera ser, por su naturaleza, transitoria.

Asimismo, el perfil acotado que muestra la evolución de la demanda interna es un elemento importante para proyectar una disminución en la inflación el próximo año, a pesar de las presiones de costos transitorias mencionadas. Sin embargo, dichas presiones de todos modos constituyen un riesgo para la consecución de la meta de inflación de mediano plazo en cuanto pudiesen alimentar expectativas de mayor inflación que el Banco Central debe cuidar de no validar.

En el ánimo de actuar oportuna y anticipadamente para evitar que las presiones de costos tiendan a perpetuar innecesariamente sus efectos sobre la inflación, el Consejo resolvió incrementar en forma leve su tasa de instancia en 25 puntos base, esto es, desde UF más 5,25% a UF más 5,5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustarán en igual magnitud.

El Consejo estima necesario señalar que este cambio leve acerca en forma importante la tasa rectora a una posición más neutral, coherente con la recuperación prevista de la demanda interna en los próximos trimestres. De este modo, se espera que el grado de estímulo económico que provee la política monetaria no sea un factor que añada presiones a las que existen por la vía de los costos.

El Consejo cree apropiado destacar la importancia que se asigna en el análisis realizado a los anuncios de una política fiscal austera, elemento esencial para permitir una adecuada recuperación de la inversión y el consumo privado a través de una combinación más sana entre la política monetaria y la política fiscal en el futuro. En este contexto, conviene señalar que no se aprecian razones de momento que hagan necesarios nuevos aumentos en la tasa de instancia.”





BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 3  
Política Monetaria  
16.03.2000

21.-

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

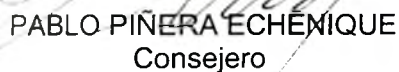
Se levanta la Sesión a las 18,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



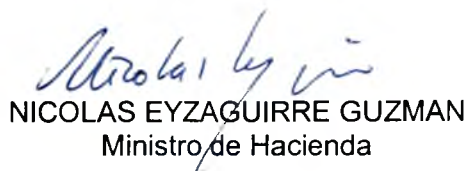
PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero



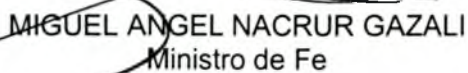
MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 4  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 11 de abril de 2000

---

En Santiago de Chile, a 11 de abril de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica,  
don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente inicia la Sesión presentando a los señores miembros del Consejo y al señor Ministro de Hacienda, el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 3 de Política Monetaria, celebrada el 16 de marzo de 2000, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

El Presidente cede la palabra al Gerente de División de Estudios para que entregue el análisis de los desarrollos económicos recientes y como es habitual, el Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, informa sobre lo siguiente:

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

- En marzo último, la inflación medida por el IPC alcanzó a 0,7%, mientras que la inflación IPC subyacente alcanzó a 0,8%, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,4% y 2,9%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en servicios de educación, que típicamente acumulan reajustes en este mes, energía y servicios regulados (agua y teléfono).



BANCO CENTRAL DE CHILE

- La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó un leve aumento, de 4,7% a 4,9% (a/a), mientras que el costo de la mano obra presentó una leve disminución, a 4,6% (a/a), aunque esta variable presenta normalmente un comportamiento más errático. Asimismo, los salarios privados elevaron su ritmo de crecimiento desde 3,7% a 4,1% (a/a). Estas cifras revelan una leve aceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios, situación que resulta coherente con la rápida recuperación que ha mostrado el empleo. Al mismo tiempo es importante señalar la acentuación en la recuperación de la productividad media del trabajo en los últimos trimestres.
- La inflación de los bienes transables se ha mantenido estable en los tres primeros meses del año y la evidencia de recuperación de márgenes de comercialización es aún leve. Adicionalmente, la presión de márgenes ha disminuido por la apreciación que ha experimentado el peso en los meses recientes. Los precios mayoristas continúan en una trayectoria de moderación de su crecimiento como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio y la disminución en el precio del petróleo, lo que se reflejará en plenitud en abril. Con esto disminuyen las presiones de materias primas sobre el IPC.
- Para abril se proyecta que la inflación IPC será del orden de 0,5-0,6% (m/m) y en mayo y junio entre 0,2-0,3% (m/m), con lo cual, a fines del segundo trimestre, la inflación IPC sería del orden de 3,9% (a/a), mientras que las mediciones de la inflación subyacente mostrarían un incremento menor: la inflación medida por el IPC subyacente se situaría en 3,2% a fines del segundo trimestre. Este ajuste incorpora la reciente corrección realizada al FEP que deja los precios internos al nivel de las paridades internacionales, e incluso levemente por encima.
- En su conjunto, estos antecedentes indican que no hay señales de aceleración en la inflación, excluidos los efectos directos del incremento en el precio de los combustibles y el transporte público. Sin embargo, cabe consignar la tendencia ascendente que comienzan a insinuar los salarios privados.

## II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

### 1. Escenario Internacional

- Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo favorables. El FED incrementó su tasa de interés, tal como se había anticipado, y se esperan nuevos incrementos, del orden de 50 pb. a través del presente año. Lo mismo hizo el BCE. No obstante, ello es coherente con una economía mundial todavía dinámica.
- El recargo financiero sobre los bonos soberanos de Chile ha seguido aumentando en las últimas semanas, esta vez acompañado de una tendencia ascendente generalizada entre los activos riesgosos. Los movimientos de los spread soberanos han estado muy correlacionados con los ajustes que han experimentado los valores de las acciones tecnológicas y con los spreads corporativos en EEUU.
- Después de la reunión de la OPEP, el precio del petróleo ha descendido a valores en torno a los US\$23/bb. El aumento de las cuotas de producción, del orden de 7%, y la desertión de Irán del cartel, han sido los principales factores que explican este comportamiento. Los precios de futuros y las proyecciones de analistas predicen que estos valores pueden sostenerse en el mediano plazo y la OPEP ha anunciado una política más sensible a las condiciones de mercado con el fin de estabilizar el precio entre los US\$22 y los US\$28/bb.
- Las novedades para otras materias primas son de menor importancia. El precio del cobre se sitúa por debajo de los 80 centavos la libra, pero el precio de la celulosa se mantiene muy elevado, en torno a los US\$650/TM.

El señor Ministro de Hacienda consulta cual es la impresión respecto del contagio que se daría desde las acciones tecnológicas en Estados Unidos a los spreads de los



BANCO CENTRAL DE CHILE

bonos de países emergentes. El señor Herrera señala que esto se observa como una situación más bien de corto plazo en la medida que los fundamentos de la economía no se han deteriorado y tampoco hay efectos más significativos sobre la economía norteamericana. Esencialmente se trataría de un fenómeno de corto plazo en este período de ajuste y posteriormente se podría ver un descenso de los spread de los países emergentes hacia niveles que se observaban en semanas pasadas.

El Gerente de la División Internacional señor Le Fort dice que en la reciente evolución de los spreads es necesario considerar el efecto de la fuga de capitales hacia activos más seguros en tiempos de turbulencia, porque el spread se ha ampliado, pero el nivel absoluto de la tasa medida en dólares que pagan países como Chile no ha subido. Agrega que el spread se ha ampliado porque las tasas de los bonos norteamericanos se han visto reducidas con la mayor volatilidad de los últimos días. La fuga hacia los activos de mayor calidad puede que esté ampliando los spreads de los activos de un riesgo relativamente mayor, pero sin que esto signifique un aumento importante en el nivel de la tasa de interés. Efectivamente son movimientos muy de corto plazo que pueden revertirse conforme se estabilice el mercado accionario.

Continúa el señor Herrera con su informe.

## 2. Mercados Financieros en Chile

- Hay algunas novedades en el comportamiento de las tasas de interés y el tipo de cambio. Las tasas de mercado de corto plazo se han alineado en torno a la tasa de política monetaria (TPM), aunque aún reflejan una expectativa de leve aumento de la TPM en los próximos tres meses. Las tasas largas en cambio han mostrado un descenso marcado y en la actualidad se sitúan en torno a 6,5%, casi 20 pb menores a las observadas un mes atrás.
- El tipo de cambio se mantiene fluctuando en la actualidad en torno a \$505, pero es probable que una vez que se disipen los efectos de aumentos extraordinarios del IPC (y la UF) sobre las tasas de interés nominales, gradualmente hacia junio, el peso se deprecie levemente. Asimismo, otro factor que puede estar influyendo es la expectativa de innovaciones en materia de regulación de la cuenta de capitales; la disipación de estas expectativas podría implicar un movimiento levemente depreciatorio del peso en las próximas semanas, si no se materializan cambios en este sentido.
- Por otra parte, los riesgos de una depreciación del peso, más allá de los diferenciales de inflación y los efectos transitorios antes señalados, continúan teniendo igual peso que los riesgos de una trayectoria contraria, de apreciación. Por una parte, el proceso de recuperación de la economía chilena y la mejoría prevista en el escenario mundial tenderán a generar fuerzas de apreciación sobre el peso. De otro lado, la normalización de las importaciones y el aumento de las tasas de interés en el exterior debieran generar fuerzas de depreciación. Las expectativas de los agentes en el mercado financiero apuntan a una depreciación del peso hacia fines de año hasta \$530 y de \$545 a fines del 2001. Asimismo, el precio de los futuros peso-dólar a un año se encuentra a \$530-\$535. Con todo, no hay alteraciones significativas en el panorama cambiario.
- Los agregados monetarios más líquidos han mostrado una disminución en meses recientes, reflejando la normalización en la demanda por circulante, que había aumentado extraordinariamente en diciembre con motivo del efecto *año 2000*. Sin embargo, el menor dinamismo del dinero trasciende este efecto transitorio, pues los agregados monetarios más amplios, incluyendo M1A, M2 y M7 también han mostrado una evolución más lenta. En el caso del primero ha incidido el mayor nivel de las tasas de interés nominales, pero este efecto no debiera ser relevante para los agregados más amplios. Asimismo, la creación de crédito al sector privado se ha desacelerado en este primer trimestre, especialmente el crédito a empresas, situación que es coherente con la ausencia de un repunte visible en la inversión fija. En conclusión, el comportamiento de los agregados financieros indica que la recuperación de la economía continúa avanzando, pero sin una aceleración significativa.



### 3. Demanda y Oferta

- Hay algunos cambios con relación a la oferta y demanda respecto de lo revisado en la reunión del 27 de marzo último. La estimación inicial de crecimiento del IMACEC para el primer trimestre se eleva a 5,5% (a/a), similar a la que existía en enero último, como consecuencia de un nivel sorpresivamente alto de las importaciones en marzo último, lo que incide en la estimación de los derechos de importación de este mes.
- Dentro de la demanda, el gasto interno muestra señales de recuperación, con crecimiento positivo desde diciembre último, estimándose preliminarmente que el crecimiento de la demanda en el primer trimestre podría ser del orden de 1,5% por sobre el producto. La mayor parte del crecimiento está concentrada en el consumo privado y recuperación de existencias, mientras que no hay evidencia de recuperación de la inversión fija. Por su parte, las exportaciones muestran un elevado crecimiento, destacándose el comportamiento de los productos industriales (23% en el primer trimestre), en particular las ventas al exterior de celulosa y otros productos forestales. Las importaciones también muestran una trayectoria de aumento. Las importaciones no petróleo crecen 12% (a/a), mientras las compras de petróleo prácticamente se triplican en valor. La recuperación de las importaciones no petróleo se concentra en marzo, y principalmente en las compras de bienes de consumo e intermedios.
- Los antecedentes más relevantes en materia de política fiscal se refieren a la actualización de la estimación del déficit del gobierno central para el presente año, del orden de 0,5% del PIB, y el anuncio de moverse hacia un superávit estructural de 1% del PIB como regla fiscal.
- Con relación a las perspectivas de crecimiento del PIB, incorporando la información de importaciones de marzo, las proyecciones son más positivas que las de febrero último, más cercanas a 6% para el 2000 y algo superiores en el 2001, condicional a una trayectoria de la política monetaria estable en 5,5%. El balance de riesgos respecto de esta proyección continúa inclinado negativamente como consecuencia de los riesgos asociados al escenario internacional, pero atenuados por la disminución en el precio del petróleo. Sin embargo, persiste un riesgo sobre el crecimiento futuro de la economía norteamericana, por una eventual corrección violenta de la bolsa y/o correcciones más bruscas de la política monetaria. Por otra parte, el riesgo de una recuperación interna más acelerada de lo previsto se ha atenuado algo a la luz de los antecedentes recientes de actividad, demanda y el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios. No obstante, el alto crecimiento de las importaciones en marzo pudiera anticipar algo diferente.

### 4. Factores Transitorios que afectan la Inflación: Perecibles, Combustibles, Precios Regulados e Impuestos Indirectos

- Luego del ajuste al FEP que se realizó en la primera semana de abril, los precios han alcanzado un nivel similar al internacional, con lo cual no parecen quedar ajustes pendientes en éste. Sin embargo, ENAP aún puede tener ajustes pendientes como consecuencia del aumento en el precio a los combustibles, aunque parte de este efecto se ha absorbido por la apreciación que ha experimentado el peso desde comienzos de año a la fecha. Además, cabe consignar que los precios internacionales se encuentran en la parte inferior del rango objetivo definido por la OPEP, por lo que es posible que los precios externos vuelvan a aumentar, lo que de acuerdo a las nuevas reglas de funcionamiento del FEP llevaría a un incremento gradual de los precios de referencia.
- Por otra parte, no hay cambios significativos en las proyecciones relativas a los perecibles u otros precios regulados. Es de notar que no se esperan nuevos ajustes de tarifas de locomoción colectiva en el curso del presente año.

### 5. Expectativas de Inflación

- Las expectativas inflacionarias del sector privado parecen haberse modificado a la baja, a la luz del comportamiento reciente de las tasas nominales, pero una mejor estimación



BANCO CENTRAL DE CHILE

estará disponible con los resultados de la encuesta de expectativas financieras que está en proceso en este momento.

### III. Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

Para resumir, los resultados recientes no alteran esencialmente el panorama macroeconómico que se presentó en marzo último: la economía continuaría en una trayectoria de recuperación suave en el curso del 2000 y el 2001; la inflación total se ubicaría por encima de 4% hacia fines de año y la inflación subyacente sería levemente inferior a 4%, pero luego ambas mediciones disminuirían hacia 3% a fines del 2001 y primer trimestre del 2002. Sin embargo, algunos de los factores de riesgo examinados anteriormente se han atenuado en el curso de las recientes semanas. En primer lugar, la disminución observada por el precio internacional del petróleo hacia niveles cercanos a los que se habían anticipado como valores de mediano plazo. En segundo lugar, la ausencia de señales de propagación del impulso inflacionario vinculado a los combustibles y el transporte hacia otros precios del IPC y la moderación de los precios mayoristas. En tercer lugar, la confirmación de las nuevas autoridades de mantener una política fiscal apretada y moverse decididamente a una situación de superávit estructural de mediano plazo.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El señor Ministro de Hacienda hace las siguientes consultas: Si el producto creciera 6%, ¿cuánto se estima que va a crecer el ingreso este año? ¿Cuál es la estimación que se tiene de la brecha entre el producto potencial y el producto efectivo hacia fines de 1999? ¿Se piensa que esa brecha se va a acortar o se va a mantener, dado que la tasa de inversión se resintió algo durante el año pasado y pensando que la economía crecería este año en 6%?

Responde el señor Herrera sobre el primer punto señalando que el crecimiento del ingreso sería del orden del 7,1%, o sea, 1,2 puntos por encima del crecimiento de la demanda. Respecto a la segunda pregunta, señala que son números en cuya estimación hay bastante incertidumbre, pero hay algunos factores que son relevantes para considerar. Si se hiciera una extrapolación directa de los datos históricos, ciertamente se va a llegar a valores superiores para el producto, si se sumara como crecimiento potencial de la economía el promedio de la década de los años 90, se obtendría una acumulación de brecha bastante mayor, sin embargo, la expansión del producto potencial entre los años 1998 y 1999 se ha visto resentida por la disminución de la inversión fija. En particular, hay un factor que es bastante relevante que es la disminución de la inversión en minería, este año y el próximo va haber un crecimiento en la minería del orden del 2%, mientras que entre los años 1995 y 1999 tuvo un crecimiento del orden de 9%. Ese solo factor significa casi siete décimas menos de crecimiento de la oferta de los próximos dos años.

La otra cara de esta brecha se puede ver en el mercado del empleo donde no se ve una situación de holgura muy importante. Parte de eso se vería reducido una vez que se vayan reduciendo los programas de empleo y allí aparecería un desempleo adicional. Explica el señor Herrera que la estimación de esta brecha es exclusivamente para fines de proyección en la ecuación de inflación y para esos efectos se usa sistemáticamente el mismo procedimiento que es un filtro estadístico que se va ajustando en el tiempo, entonces, esta es la estimación de la brecha que es relevante para efectos de la inflación, que puede involucrar tanto elementos de nivel como de tasas de aceleración, por lo tanto, no es tampoco la estimación pura de lo que es la brecha de crecimiento de la economía, porque cuando la economía se desacelera la tendencia tiende también a desacelerarse.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Gerente de la División de Estudios presenta las siguientes opciones de política monetaria y recomendación:

“ Aunque las proyecciones de inflación aun anticipan un registro algo superior al 4% a diciembre de este año (levemente por debajo en el caso de la inflación subyacente), las expectativas de inflación no parecen haber reaccionado al alza. No obstante la dificultad de identificar las causas precisas de este resultado, es muy posible que los aumentos preventivos de la tasa de política monetaria en enero y marzo pasados hayan jugado un papel relevante para afirmar la credibilidad del Banco Central y su compromiso con mantener la inflación bajo control a mediano plazo. Asimismo, el aumento en los precios internos de los combustibles ocurrido la semana pasada tendrá un efecto limitado en el IPC (cercano a 0,2% en abril) que estaba mayormente incorporado en las previsiones previas del Banco Central de Chile. Además, los precios internacionales del petróleo han disminuido significativamente y el tipo de cambio se ha mantenido por debajo de los \$510 por dólar, constituyendo ambos factores un alivio a las presiones de inflación importada.

Es de notar también la disminución de las tasas de interés de mercado (especialmente de largo plazo) frente al aumento de la tasa de política de marzo, como resultado de un mensaje que combinaba apropiadamente una política preventiva con una señal de mayor neutralidad de la tasa de política, a lo cual se sumaron los reiterados anuncios de austeridad fiscal.

En este contexto, y considerando una trayectoria previsible del crecimiento de la actividad económica y del gasto global en línea con lo anticipado en informes previos, las opciones de política monetaria continúan siendo mantener o endurecer. Los antecedentes comentados inclinarían la balanza a favor de mantener la actual tasa de política dado que, en el margen, los riesgos para la inflación que se destacaron en las reuniones precedentes han ido disminuyendo, en el marco de una política monetaria menos expansiva que a fines de 1999. Sin embargo, algunas presiones de costo podrían reavivarse en el futuro próximo dependiendo de negociaciones en curso en el rubro transporte, al tiempo que habrá que continuar monitoreando de cerca la evolución de los indicadores de actividad económica en los próximos meses para evitar sorpresas de una recuperación más rápida de lo previsto.”

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta lo siguiente: “Creo que el tema que planteó Nicolás Eyzaguirre me parece de la máxima importancia como para dedicarle un poco más de análisis en el sentido que lo que hemos observado es un aumento de los spread en las últimas semanas y paralelamente la tasa de interés larga en Chile ha bajado. Que aumenten los spread y que baje la tasa de interés aparece como algo contradictorio y la explicación que da Le Fort es que la tasa de interés en dólares relevante para Chile no ha variado. Sin embargo, el otro fenómeno que también aparece es que el riesgo de Chile aparentemente estaría positivamente correlacionado con el riesgo de empresas con un nivel de clasificación similar al que tiene Chile, es decir, empresas de A- en Estados Unidos habrían tenido también un aumento en los spread equivalente al aumento del spread de Chile. Estos dos hechos me llevan a pensar que las condiciones financieras que podría enfrentar la economía chilena van a continuar siendo en el lado más negativo de las proyecciones que se habían hecho. Si bien el Banco Central ha mantenido una perspectiva relativamente conservadora sobre cuáles son las condiciones financieras, a comienzos de año convivía esa estimación con otras estimaciones que pensaban que durante el año 2000 se produciría un flujo de capitales más significativo hacia las economías emergentes y en particular hacia Chile. Me da la impresión que lo que hemos estado observando, hasta el momento, es más en la dirección de confirmar la proyección conservadora, si es que no hacerla aún más restrictiva en los flujos de capitales, al menos por el resto de este año y es difícil hacer algún pronóstico hacia el futuro porque en esta materia no hay posibilidad de hacer pronósticos de mediano plazo. En ese sentido, creo que la tendencia de los inversionistas es más bien hacia la liquidez, hacia activos de muy bajo riesgo que hacia cambiar un riesgo que es marginalmente inferior por otro que pueda ser marginalmente distinto y creo que es muy relevante para el tipo de cosas que debiéramos hacer durante el año.



En materia de riesgos para la inflación, creo que este informe confirma lo que hemos estado observando en los informes anteriores en el sentido que en la economía no hay riesgos por el lado de la demanda. Naturalmente existen los factores de oferta que todos conocemos, pero sabemos también que esos factores están suficientemente acotados. Estimo que es importante destacar el hecho que no se observan riesgos relevantes para la inflación de mediano plazo."

El Consejero señor Desormeaux señala lo siguiente: "Quisiera suscribir el comentario que ha hecho Jorge Marshall en el sentido que cuando nosotros vemos volatilidad en un mercado importante como el de las acciones tecnológicas, creo que efectivamente ahí hay dos fuerzas. Una que es los criterios de consistencia global que hacen que estos recursos tengan que canalizarse en otras direcciones y eso es lo que ha favorecido el índice accionario de la Bolsa de Nueva York. Pero al mismo tiempo vemos en estos procesos normalmente una retirada de las inversiones de mayor riesgo. Lo que se ve es básicamente un aumento de la aversión al riesgo y por lo tanto, creo que eso se va a traducir en menor atractivo de las acciones latinoamericanas y las chilenas en particular y también por los papeles. Creo, en todo caso, que esto está muy lejos de que se esté gestando algún escenario de crisis y lo que va a significar esto, básicamente, es que vamos a tener bastante más astringencia en los capitales de lo que habíamos previsto, pero eso, mientras no se produzca una reducción de riqueza importante en los Estados Unidos, no va a alterar el cuadro general que es un cuadro en que la economía mundial está andando un tanto más rápido de lo que pensábamos. La verdad de las cosas es que el cuadro ha cambiado, pero no necesariamente es un cuadro desfavorable, es un cuadro distinto, un cuadro en que la economía chilena se va a parecer más a lo que fue su desarrollo en la segunda mitad de los 80, que lo que fue durante la década del 90.

Respecto al tema que planteó el Gerente de División de Estudios, estimo que estamos ante un cuadro claramente favorable, aunque no han desaparecido los riesgos, la principal amenaza que teníamos en la última reunión que es el petróleo, se ha normalizado más rápido de lo previsto. Estamos dentro del mejor escenario que uno podría haber previsto y a eso se suman una serie de otros elementos internos que se han comportado muy favorablemente, como el hecho que la recuperación sigue siendo moderada, que ha caído el dólar, que los márgenes se recuperan lentamente y por otro lado, las expectativas aparecen actuando muy positivamente.

Creo que ahí hay que destacar dos elementos, en primer lugar, los anuncios en materia fiscal del Ministro de Hacienda han sido realmente cruciales para afirmar esas expectativas y también han sido muy importantes las acciones preventivas que ha tomado el Banco Central en el mes de enero y en el mes de marzo. La caída de las tasas de interés de largo plazo creo que no hay que asociarla a un fenómeno externo, creo que éste es un fenómeno claramente interno de creación de expectativas."

El Presidente señor Massad comenta de la siguiente forma: "Estoy muy contento de ver que las tendencias se han ido consolidando en una dirección favorable a un desarrollo equilibrado de la economía chilena y sin grandes presiones inflacionarias, pero no debo sin embargo, dejar de mencionar alguna volatilidad algo mayor de la que hemos visto en el escenario internacional en el pasado reciente. Probablemente como consecuencia del hecho de que el factor riqueza en los Estados Unidos está ocasionando, en opinión de las autoridades americanas, algún efecto demanda que puede ir más allá de lo necesario para garantizar en esa economía una señal de tranquilidad. Esa percepción de las autoridades que se ha reflejado en movimientos de la tasa de interés y que no es improbable que continúe reflejándose de esa manera, seguramente va a significar un grado de volatilidad en los precios financieros en los Estados Unidos, que seguramente se va a trasladar también a otros mercados en la recomposición de cartera hacia los valores que los inversionistas consideren más seguros. Ahí veo una oportunidad para nuestra economía en el sentido de que pudiéramos nosotros proveer algunos tipos de valores que pudieran ser considerados seguros en el campo internacional, y creo que dada la escasez de financiamiento externo que parece



percibirse para este año, es una oportunidad que no debiéramos dejar pasar. En ese sentido, los esfuerzos para colocar papeles en Unidad de Fomento en el mercado internacional y la posibilidad que algunos tipos de papeles chilenos pudieran ser adquiridos por inversionistas extranjeros, son elementos favorables que pueden jugar a favor nuestro, en la medida en que las oportunidades las podamos aprovechar bien. Creo también que nuestros movimientos de la tasa de interés, en el trimestre pasado, fueron oportunos y apropiados en su magnitud, también pienso que la reducción de tasas de interés de largo plazo en el mercado chileno tiene un componente interno vinculado a ese movimiento de tasas. Veo al mismo tiempo que la División de Estudios estima que nuestra mejor proyección de crecimiento del producto, para este año, se acerca más bien al 6% que al 5,5% dentro del rango que habíamos previsto, lo que representa un mejoramiento en la proyección que teníamos hasta hace un mes atrás, eso también es una señal positiva porque el crecimiento, si bien se acelera levemente, se mantiene dentro del rango que es perfectamente compatible con los márgenes de holgura que tiene la economía interna y al mismo tiempo es compatible con una tasa de inflación, que mirada en los indicadores subyacentes, está perfectamente dentro de los rangos que estimamos aceptables para este año y el año próximo.

Quisiera también mencionar que estos resultados y estas proyecciones están todas contemplando el cumplimiento de los compromisos en materia fiscal que el Ministro de Hacienda y el Gobierno han reiterado recientemente y que ellos nos han manifestado su deseo y su decisión de cumplir estrictamente este año y el próximo. Creo que en ese contexto no debiéramos tener preocupación mayor en este momento en el sentido de modificar la política económica que el país y el Banco Central han estado usando recientemente, de modo que entre las opciones presentadas, yo me inclino por la opción de mantener las tasas en su estado actual."

En consecuencia, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**04-01-000411 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo 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.**

A continuación, el señor Ministro de Hacienda hace presente su satisfacción por el cuadro presentado en esta ocasión, diciendo "no tengo discrepancias sustantivas con lo que aquí se ha planteado. Considerando que lo que aquí discutimos queda en Acta, y en lo que será mi práctica continua, quisiera dar mi visión de la política fiscal a modo de información. El empeño que tenemos por lograr un superávit estructural de 1% durante el próximo año es y continuará infatigable. Como pueden haberse enterado por la prensa, hemos tenido algunas pequeñas pruebas de fuerza durante el mes que llevamos en el Gobierno y mi evaluación personal es que hemos salido bien parados de todas ellas. No se ha comprometido en ningún instante el presupuesto aprobado por el Congreso y no hay ningún compromiso de recursos que pudiese implicar que el techo del presupuesto de 3,3% para el gasto con impacto macroeconómico haya sido violado.

Como ustedes saben, se han acomodado nuevas necesidades que han emergido, como es el caso de los programas de empleo y la necesidad inminente reclamada por toda la sociedad de disminuir los tiempos de espera en los consultorios. Esto se ha hecho sobre la base de reasignaciones presupuestarias, lo que ha implicado cancelar otros gastos para poder hacer espacio a estos gastos. Posteriormente, surgió el tema de los trabajadores que fueron contratados por el programa de empleos de emergencia entre diciembre del año pasado y marzo de este año, así llamados supernumerarios. Se estableció un financiamiento para este tipo de contratación sobre la base de dos criterios. Primero, se entregó el financiamiento de los salarios, pero no el de los insumos que requieren estos trabajadores para desempeñar sus labores. Con esto se dio una señal de incentivos correcta: aquellas municipalidades que hubieran contratado una mayor cantidad de supernumerarios deberán solventar con recursos



BANCO CENTRAL DE CHILE

propios el financiamiento de los insumos de estos trabajadores. En segundo lugar, el financiamiento de los supernumerarios fue hecho con cargo a dineros del Ministerio del Interior, específicamente del Fondo Nacional de Desarrollo Regional, que tenía como destino último precisamente el de las Municipalidades. Por lo tanto, creo que se ha dejado plenamente establecido que se tendrá flexibilidad, en la medida que existan urgencias, pero esa flexibilidad nunca podrá violar la restricción presupuestaria dura que es de 3,3%.

Finalmente, hemos accedido a revisar el tema del impuesto a los combustibles, en sustitución de lo que ya se había comprometido en materia de apoyo a los transportistas, por la vía de la reducción de las tarifas de los peajes. Esto, por lo tanto, tampoco significa desembolso fiscal adicional alguno. Quisiera comentar que bajo la nueva modalidad de rebaja se ven beneficiados no solamente los camioneros sino que también la locomoción colectiva urbana. Por tanto, adicionalmente a lo que planteó el señor Gerente de Estudios respecto de la poca probabilidad de gatillar un nuevo ajuste de micros por la vía del incremento del precio del diesel, se suma que el precio doméstico del diesel disminuirá cuando esta rebaja de impuesto se materialice. Así, todo lo demás constante, existirá menos presión de costos que lleve a aumentos en el precio de las tarifas para los microbuses. En suma, el balance hace cada vez más improbable este nuevo ajuste en el precio del transporte colectivo.

Si además tomamos en cuenta que el nuevo techo del precio del diesel ha sido establecido en el equivalente de 24 dólares y que, aunque no podemos garantizar que continúe así, el mercado internacional del petróleo muestra un precio en torno a US\$ 21 y US\$ 22 por barril, el escenario más probable es que el precio doméstico al consumidor disminuya en el futuro si se mantienen estos valores internacionales. No es todavía el caso de otros combustibles, como la gasolina, cuyo precio internacional está algo por arriba del techo. Existe un rezago natural entre el ajuste de la gasolina y el ajuste del petróleo que dura aproximadamente un mes, por lo que esperamos que de un mes a esta parte, si el precio del petróleo en el mercado internacional se mantiene acotado, tengamos todos los combustibles al interior de la banda de fluctuación y, como ustedes saben, si estamos en esta situación y los precios internacionales disminuyen, por definición también caerán los precios domésticos.

Por todo lo anterior, estimo que el balance de riesgos entre mayor inflación o menor inflación respecto a la meta planteada para el año es neutral y creo, por tanto, que la mantención de la política monetaria es lo apropiado, entendiendo, por supuesto, que es una opción que sólo le compete al Banco Central."

Finalmente, el Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

" En el día de hoy tuvo lugar la reunión mensual de política monetaria, en la cual el Consejo del Banco Central analizó la evolución reciente de la economía y las perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

El análisis realizado indica que, luego del aumento de la tasa de política monetaria del 16 de marzo pasado, los riesgos respecto de la aceleración de la inflación se han atenuado. En particular, se ha observado recientemente una disminución importante en los precios internacionales de combustibles que hace menos probable nuevos ajustes al alza en los precios internos respectivos, lo que, en conjunto con la trayectoria registrada por el tipo de cambio, debiera contribuir a la contención de los aumentos en otros precios regulados.

Asimismo, este factor, unido a la buena acogida del mercado al compromiso de mayor austeridad fiscal y los movimientos preventivos de la política monetaria en enero y marzo pasados, han permitido que las expectativas de inflación se mantengan alineadas con la meta de mediano plazo fijada por el Banco Central.

La evolución de la demanda interna continúa en una senda de recuperación moderada, lo mismo que la actividad económica en general. Las trayectorias proyectadas de estas variables, con base en la información disponible, permiten anticipar que la brecha entre el producto efectivo y el potencial se cerrará gradualmente. Esto hace posible prever que la



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 4  
Política Monetaria  
11.04.2000

10.

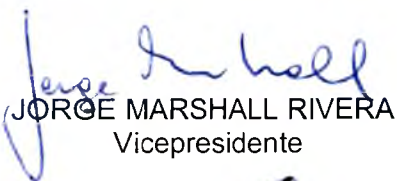
inflación de tendencia a un plazo de doce a veinticuatro meses se sitúe dentro del rango de 2% a 4%, centrado en 3% anual, definido como meta.

Sobre esta base, el Consejo resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez quedan inalterados."

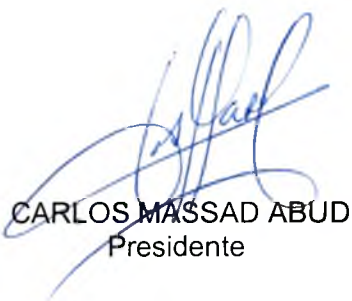
Se retira el señor Ministro de Hacienda a las 17,05 horas.

El Consejo analiza el texto del comunicado y lo aprueba.

Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 5  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 9 de mayo de 2000

---

En Santiago de Chile, a 9 de mayo de 2000, siendo las 15,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, don Carlos Pereira Albornoz;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica,  
don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente señor Massad inicia la Sesión presentando a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 4 de Política Monetaria, celebrada el 11 de abril de 2000 y el Proyecto de Minuta correspondiente a la Sesión N° 3 de Política Monetaria, celebrada el 16 de marzo de 2000, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

A continuación, el Presidente procede a leer una carta recibida del señor Ministro de Hacienda cuyo texto es el siguiente:

"Señor  
Carlos Massad Abud  
Presidente  
Banco Central de Chile  
Presente

Estimado Carlos:

Lamentablemente no podré asistir a la reunión de Política Monetaria de hoy. Sin embargo, creo importante manifestar mi acuerdo con el diagnóstico que se hace en la minuta preparada para la sesión.



Quiero aprovechar la oportunidad de felicitarle a usted, al resto del Consejo y al equipo técnico del Banco por el Informe de Inflación. Tengo un borrador en mis manos y estoy seguro que constituirá un gran avance para la calidad de la Política Macroeconómica del país.

Saluda atentamente,

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda"

El Consejo toma conocimiento de lo anterior.

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

### **I. Evolución Reciente de la Inflación.**

- Las mediciones de la inflación subyacente se mantienen estables y bajo el 3% anual. La inflación del IPC experimentó un incremento entre enero y abril por el aumento de los precios vinculados al petróleo, energía y transporte, pero no hay evidencia de una aceleración en el resto de los precios al consumidor. Los precios mayoristas presentaron un descenso en igual período, mientras que el ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales aumentó levemente a 5,3%.
- En abril último, la inflación medida por el IPC alcanzó a 0,5%, mientras que la inflación IPCX alcanzó a 0,2%, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,5% y 2,8%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en combustibles y energía. La inflación de los bienes transables ha presentado una disminución a través de los cuatro primeros meses del año, excluido el efecto de los combustibles, mientras la inflación de los no transables presentó un aumento.

### **II. Factores Relevantes para la Inflación Futura**

#### **1. Escenario Internacional**

- La recuperación de la economía mundial está en marcha y se espera que el crecimiento global se mantenga estable durante el 2000 y 2001, levemente por encima de 4% anual. Los términos de intercambio de la economía chilena crecerían cerca de 5% en igual período, considerando que el precio promedio del cobre se situaría entre los 80 y 85 centavos la libra (BML). Las novedades para otras materias primas son de menor importancia. El precio del cobre se sitúa por debajo de los 80 centavos la libra, pero el precio de la celulosa se mantiene muy elevado, en torno a los US\$650/TM.
- El precio internacional del petróleo mostró una importante caída a fines de marzo y desde entonces a la fecha ha fluctuado en torno a los 23 dólares por barril (Brent). Se espera que el precio internacional del crudo permanezca en torno a estos valores en los próximos trimestres, con una leve tendencia descendente hacia el 2001.
- La inflación internacional mostraría un incremento moderado respecto de lo observado en 1998 y 1999, mientras que la inflación externa medida en dólares experimentaría un aumento mayor como consecuencia de la expectativa de depreciación del dólar en los mercados internacionales, conforme el crecimiento mundial se torna más balanceado entre Estados Unidos y el resto de las economías.



- Las condiciones de financiamiento internacional continúan estrechas y no se esperan mejoras significativas en éstas para los próximos trimestres. Por una parte, es muy probable que las tasas de interés internacionales presenten nuevos aumentos en lo que resta del año, como consecuencia de condiciones monetarias más restrictivas en las economías industrializadas. La magnitud de los aumentos previstos es en la actualidad mayor de lo anticipado en meses anteriores, 75 puntos base en el caso de la Reserva Federal y 50 puntos base en el caso del Banco Central Europeo. Asimismo, los premios pagados por las economías emergentes, probablemente, se mantendrán elevados como consecuencia de la mayor volatilidad que exhiben los mercados financieros internacionales. En la actualidad, el premio soberano de los bonos chilenos se ubica cerca de los 200 puntos base.

## 2. Mercados Financieros en Chile

- En Chile, las condiciones monetarias también se han tornado menos expansivas desde enero último a la fecha. La tasa de política monetaria se mantiene en 5,5% (UF), pero las tasas a tres meses denotan la expectativa de un incremento en los próximos meses. A su vez, las tasas de largo plazo mostraron un leve aumento en abril, que compensó parcialmente la disminución que había experimentado anteriormente, con lo cual aún se mantienen en niveles relativamente altos, sobre el 6,5% (UF) en el caso de los PRC a 8 años. Esta situación también refleja el mayor nivel que han alcanzado las tasas de interés internacionales y la menor disponibilidad de financiamiento externo. También, el recargo que pagan las empresas privadas sobre las tasas de instrumentos del Banco Central se mantiene elevado. Ambos factores contribuyen a restar dinamismo a la recuperación de la inversión privada.
- El ritmo de crecimiento de los agregados financieros, incluyendo dinero y crédito, disminuyó entre enero y abril respecto de lo que se había observado en los cuatro meses anteriores. Este comportamiento fue similar al que presentaron la mayoría de los indicadores de ventas y producción en igual período, descontando los efectos estacionales. En el caso de los componentes más líquidos, circulante y depósitos a la vista, su nivel presentó una disminución, aún cuando ésta se produjo respecto de los saldos inusualmente altos que se habían acumulado a fines de 1999 por el efecto del cambio de milenio. Además, en este período disminuyó su demanda por el aumento que registró la tasa de interés nominal de corto plazo entre febrero y abril, factor que en el margen se ha venido atenuando.
- El peso se apreció cerca de 5% nominal entre principios de enero y fines de marzo último, pero desde entonces a la fecha de cierre de este informe experimentó una depreciación del orden de 3% a 4%, con lo cual en los 10 días hábiles anteriores a dicho cierre su promedio se situó en \$513,7 por dólar y el tipo de cambio multilateral se situó en un nivel promedio de 107,4 (enero 98=100). Esta trayectoria de depreciación acompañó a la reducción que experimentaron los diferenciales de tasas en favor del peso a través de abril, por la menor expectativa de variación de la UF, y la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales. Dentro del escenario base se considera una depreciación adicional del peso con relación al dólar, del orden de 2% a 3% nominal respecto del valor promedio de los últimos diez días. La depreciación sería algo mayor respecto de otras monedas principales que se fortalecerían respecto del dólar, todo lo cual implica una depreciación real del peso del orden de 2% a 3% de aquí al primer trimestre del 2002.

## 3. Demanda y Oferta

- La política fiscal tuvo un efecto expansivo sobre la demanda en 1999, pero se espera un cambio hacia una orientación restrictiva a partir del presente año. Esta evolución es acorde con la Ley de Presupuesto aprobada para el presente año y con la intención señalada por las autoridades del nuevo Gobierno de recuperar paulatinamente un superávit fiscal estructural de 1% del PIB. Si la carga tributaria se mantiene inalterada, será necesario que el gasto público crezca por debajo del PIB a través de los próximos dos años. A la fecha de cierre de este informe no hay antecedentes relativos a la ejecución fiscal del primer trimestre.
- La reactivación de la economía continúa y las perspectivas del entorno de actividad y comercio mundial tienden a reforzarla. El PIB aumentó en 3,6% anual el último trimestre de 1999 y en torno a 5,5% anual en el primer trimestre del 2000. La demanda interna también



aumentó en el primer cuarto del año, por primera vez desde fines de 1998, sumándose al dinamismo que ya venía exhibiendo la demanda externa. La recuperación de la demanda interna está radicada en el consumo privado y la reposición de inventarios, mientras que aún no hay señales de un repunte de la inversión fija. En el margen, la mayoría de los indicadores coincide en señalar que la economía mostró durante el primer trimestre del 2000 un ritmo de expansión inferior al observado en el último trimestre del año pasado, aún cuando las tasas de crecimiento en doce meses se han movido al alza por el efecto de la base de comparación. Es probable que este efecto *base* se intensificará entre marzo y mayo, los puntos más bajos de la fase contractiva, aún si el ritmo de crecimiento en el margen se mantiene estable.

- Se espera que el crecimiento del PIB se sitúe en torno a 6,2% anual en los próximos ocho trimestres. Esto implica un crecimiento en torno a 5,9% el 2000 y de 6,2% el 2001. La demanda interna, por su parte, crecería a un ritmo promedio algo superior al 9% anual. Las mejores perspectivas de actividad internacional y de términos de intercambio favorecen el crecimiento de la demanda externa dentro de este horizonte. A su vez, la mejora en los indicadores de confianza de los consumidores y el aumento del empleo favorecen la continuación de la recuperación del consumo privado, lo que se sumaría al impulso transitorio de la reposición de existencias. Las perspectivas de recuperación de la inversión, en cambio, son más débiles, al menos en lo que resta del presente año, tomando en consideración el nivel de las tasas de largo plazo, los excedentes de capacidad instalada y la contracción prevista para la inversión pública. En el mediano plazo, el ritmo de empuje de la demanda interna sería menor que el promedio de la década pasada, como consecuencia de un mayor nivel de endeudamiento de los hogares como proporción de sus ingresos, del encarecimiento relativo del financiamiento externo y de una política fiscal más restrictiva. Asimismo, estos factores podrían ser compensados por condiciones monetarias algo más expansivas que en el promedio de la década pasada y por un mayor crecimiento de las exportaciones netas.
- Además, luego de la caída que experimentó la tasa de inversión entre 1998 y 1999, cabe esperar un menor ritmo de expansión de la oferta agregada a través de los próximos dos años. En particular, cabe destacar el menor crecimiento esperado para la minería en este período, del orden del 2% anual en lugar del 9% promedio que se observó en el período 1995 a 1999.

#### 4. Inflación Externa

- La inflación de los bienes importados podría aumentar durante el próximo bienio como consecuencia del aumento proyectado en la inflación internacional, en conjunto con la tendencia de leve depreciación que se prevé para el tipo de cambio.

#### 5. Factores Transitorios que afectan la Inflación: Perecibles, Combustibles, Precios Regulados e Impuestos Indirectos

- No se espera que se produzcan cambios significativos en el precio de los combustibles dentro del horizonte de proyección, por lo menos no de la magnitud de los observados entre febrero y abril. Por una parte, luego de los ajustes realizados al Fondo de Estabilización del Petróleo entre febrero y marzo, los precios internos se encuentran relativamente alineados con los precios externos y, por otra, se espera que estos se mantengan estables. Tampoco se proyectan cambios significativos en las tarifas del transporte colectivo u otros precios regulados dentro del horizonte de evaluación.
- Sin embargo, en el corto plazo podrían presentarse algunos ajustes de precios, considerando que en las últimas dos semanas éstos han superado levemente los 24 dólares el barril, algo por encima del techo establecido por el FEP.

#### 6. Expectativas de Inflación

- Las expectativas inflacionarias del sector privado se han modificado a la baja, a la luz del comportamiento reciente de las tasas nominales a 1 año, pero una mejor estimación estará disponible con los resultados de la encuesta de expectativas financieras que está en implementación en este momento.



### III. Escenarios para la Inflación Futura

- A pesar del mayor empuje proyectado para la demanda y los precios importados, la existencia de holguras en los mercados internos será el principal factor de contención de las presiones inflacionarias durante los próximos dos años. Así, se proyecta que el crecimiento de tendencia de los precios se mantendrá estable en torno al 3% anual. Al primer trimestre del 2001, la inflación del IPCX alcanzaría a 3,2% anual (promedio trimestral), mientras que la inflación IPC sería de 3,8% anual. La diferencia entre ambas mediciones corresponde al efecto de los aumentos ya observados en el precio de los combustibles. En los cuatro trimestres siguientes, desaparecería el efecto de los precios vinculados al petróleo y la inflación IPC disminuiría rápidamente hacia el 3% anual, mientras que la inflación IPCX se mantendría estable en torno al 3% anual.
- En el corto plazo, es probable que se produzca un repunte adicional de la inflación medida en doce meses, tanto del IPC como del IPCX, por el efecto de arrastre de las alzas de precios específicos que se produjeron entre enero y abril. La proyección de la inflación IPCX al cuarto trimestre del 2000 es de 3,6% anual y la del IPC es de 4,3% anual.
- El balance de riesgos también es relevante para la evaluación de la política monetaria. En términos gruesos, se estima que los riesgos para la inflación están equilibrados, aún cuando existe un margen de variabilidad relevante que podría implicar cambios en la orientación de la política monetaria en uno u otro sentido. Por una parte, el crecimiento de la economía mundial podría ser menor del anticipado si la economía norteamericana se desacelera más rápido de lo previsto. En estas circunstancias, el crecimiento de la economía chilena podría disminuir y también la inflación, particularmente, en el mediano plazo. Asimismo, el precio del petróleo podría elevarse respecto de su nivel actual impulsando ajustes mayores de los precios internos y elevando la inflación, especialmente, en el corto plazo.
- En conclusión, se estima que, para una tasa de instancia monetaria constante en 5,5% (UF) durante los próximos veinticuatro meses, la trayectoria más probable de la inflación de tendencia se encuentra en línea con la meta de mediano plazo y la economía continuaría sobre una trayectoria de crecimiento, a un ritmo levemente por encima del 6% anual.

El Presidente ofrece la palabra.

La Consejera señora Ovalle se refiere al párrafo del Informe que dice: "En el margen, la mayoría de los indicadores coincide en señalar que la economía mostró durante el primer trimestre del 2000 un ritmo de expansión inferior al observado en el último trimestre del año pasado, aún cuando las tasas de crecimiento en doce meses se han movido al alza por el efecto de la base de comparación. Es probable que este efecto base se intensificará entre marzo y mayo, los puntos más bajos de la fase contractiva, aún si el ritmo de crecimiento en el margen se mantiene estable.". Al respecto, consulta cuándo se estima que se produciría un cambio en el ritmo de la recuperación y cómo terminaría la brecha gasto-producto a fines de año. También desea saber si la División de Estudios maneja alguna estimación de la tasa de desocupación para fines de año.

Refiriéndose a que se ha señalado como factor preocupante la escasa entrada de capitales que se ha producido durante este año y que según la última versión del Informe de Política Monetaria se mencionan algunas estimaciones de analistas internacionales, que indican un crecimiento de flujos de capitales hacia economías emergentes de 17%, cifra que es inferior a la pre crisis y que el flujo hacia Latinoamérica aumentaría en 25%, con lo que la Región estaría concentrando más de 40% del total, consulta la señora Ovalle qué proporción de estos capitales atraería Chile y cuáles son las proyecciones del Fondo Monetario Internacional en esta materia.



Responde a las consultas el Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, diciendo que sobre la velocidad de expansión de la economía, se espera en los trimestres venideros una velocidad de expansión estable, en línea con las proyecciones que se presentaron antes, pero aún si eso es así, la tasa de crecimiento en doce meses va a presentar un aumento en el segundo trimestre, probablemente de cifras del orden de 6% a 7 % y puntualmente, en algún mes en particular podría haber tasas de crecimiento mayores, por la variabilidad propia de estos datos. Por lo tanto, lo que se quiere señalar es que va a haber una recuperación estable, pero puede haber variaciones en las tasas de crecimiento en doce meses por estos efectos de bases de comparación, que tenderían a desaparecer en la segunda mitad del año. Hacia fines de año, en el escenario base, la proyección de la brecha PIB se proyecta en torno al 2%, reduciendo a cerca de la mitad la brecha que existía a fines de 1999.

Respecto de la consulta sobre la estimación que se maneja para la tasa de desocupación para el año 2000, señala el señor Herrera, que no han incluido aún las proyecciones de la tasa de desocupación.

En relación a la tercera consulta, el señor Herrera señala que la proyección por identidad de la balanza de pagos de los flujos de capital es un aumento respecto a lo que se recibió el año 1999, en línea con el déficit de cuenta corriente. O sea, se espera en términos netos un flujo del orden de 2% del PIB este año y 3% del PIB el próximo año y la misma situación, también, se da para otros países de América Latina que van a estar aumentando su demanda interna y su inversión y, por lo tanto, su demanda de capital externo. Agrega, que no hay un cálculo sobre que porcentaje de capitales que vendrían a la región, llegaría a Chile.

Sobre las estimaciones del Fondo Monetario Internacional sobre la materia, manifiesta el señor Herrera, que desconoce lo que ellos han realizado al respecto, aunque dentro del panorama general que han presentado de la economía mundial, para éste y para el próximo año y dado los riesgos que considera ese escenario, cree que sería poco coherente esperar un gran incremento de los capitales. Por una parte, continúa una situación de déficit de cuenta corriente en la economía norteamericana, que va a absorber una gran proporción del ahorro financiero internacional. Por la otra, continúan las tasas de interés sobre una trayectoria al alza que también se refleja en una mayor volatilidad, estimando ellos que hay una mayor fragilidad de las expectativas o de los mercados, y de los equilibrios financieros, en la actualidad. Por lo tanto, estos factores van a traer, necesariamente, la mantención de un mayor nivel de volatilidad en los mercados internacionales. En esos términos, agrega el señor Herrera, es coherente este escenario para la cuenta de capitales con aquel que ha descrito el Fondo y reitera, que no conoce con precisión la estimación de capitales para los años 2000 y 2001.

El Vicepresidente señor Marshall señala lo siguiente: "Tengo la sensación que en las últimas dos semanas se ha producido en el país un ambiente de cierto pesimismo respecto a la reactivación y que la actividad económica no estaría en la línea esperada. Se habla de atraso en materia de demanda interna, especialmente de inversiones y creo, que sin focalizar esta discusión en el Informe de Política Monetaria -que aprovecho de señalar que me parece que es realmente excelente, y felicito a todas las personas que han participado en la elaboración de éste- me interesa este otro tema porque ha estado en la prensa y creo que intercambiar algún punto de vista sería interesante para las conversaciones que los miembros del Consejo tienen con otras autoridades.

El primer elemento que observo es el incremento en la volatilidad de los mercados financieros y en ese aspecto tengo todavía una leve discrepancia respecto al Informe, porque creo que vamos a tener un período en donde la economía mundial va a estar creciendo fuertemente, probablemente en un camino de gradual desaceleración de su crecimiento, y eso no lo veo incompatible con un mercado financiero bastante más volátil. Pienso, que la incertidumbre proviene más de razones reales o financieras, pero creo que está presente en el crecimiento de la economía mundial hoy día. Entonces podemos estar observando un crecimiento fuerte de la economía mundial en el sentido que no estamos observando el escenario de riesgo, pero sí, mantener una volatilidad mayor de los mercados financieros, lo cual significa, en la práctica, que los precios de los activos que se podrían haber esperado



siguieran el ciclo económico - uno podría haber esperado que la Bolsa en el país siguiera el ciclo de recuperación - no lo haga y tengamos precios de activos bastante deprimidos y que no guardan relación con las perspectivas favorables de crecimiento de la economía chilena para los próximos dos años. La Bolsa se ha reducido durante este año y lo que nos muestran las proyecciones de este Informe es que las perspectivas de crecimiento son extraordinariamente favorables, de un 6% en los próximos 24 meses, o sea, simplemente, extraordinarias y con perspectivas de mantener ese ritmo hacia futuro. A mi juicio, ahí hay una suerte de paradoja porque veo que esa parte de la incertidumbre o de la volatilidad que proviene de los mercados financieros bursátiles está bastante instalada en el tipo de cambio, con el precio de la Bolsa y, de alguna manera, en los períodos actuales requiere ser compensada por una disminución de la incertidumbre que proviene por otras fuentes, que son principalmente las incertidumbres que podrían estar generadas en las medidas de política. Se ha llamado, por ejemplo, la incertidumbre propia de los procesos de regulación, en la medida que exista bastante ruido sobre normas regulatorias, sobre normas administrativas, sobre modificaciones a las normas laborales. Estamos agregando un período de incertidumbre o de volatilidad, que está originado por factores externos, a una volatilidad adicional o incertidumbre adicional que es más bien inducida por factores domésticos. Mi primer punto es que en este contexto hay que impulsar todas aquellas medidas y acciones de política que tiendan a despejar incertidumbres. Creo que el Informe de Política Monetaria debemos enfocarlo en esos términos también. Debemos aprovechar el momento y decir que éste es un informe que trata de ampliar el horizonte con el cual la gente tome decisiones, de despejar incertidumbres, de enfrentar los períodos de volatilidad, como los períodos actuales, con una mayor perspectiva de tiempo, pero normalmente hay otros factores de incertidumbre que no provienen de las medidas del Banco Central sino que de otras impulsadas por algunas autoridades. Lo que podamos hacer por ir generando horizontes de mediano plazo en esa área, creo que también es favorable. Me preocupa este escenario doméstico, ya que éste es un país, en ese sentido complicado, de mayor pesimismo respecto de lo que ha sido la reactivación y he hecho este comentario porque creo que es importante por lo reciente que han sido estas reacciones."

El Consejero señor Desormeaux dice que comparte plenamente lo dicho por el señor Marshall y cree que junto a las fuerzas externas que él ha mencionado, que han estado afectando la reactivación, existe un problema de expectativas muy importante, señalando que en el primer lugar de esas preocupaciones se encuentran las modificaciones a la legislación laboral, por lo que en la medida que este instrumento sea un aporte para disminuir esas desconfianzas, también lo será para la reactivación.

El Gerente de División Internacional, señor Le Fort, manifiesta su acuerdo con las conclusiones generales de este trabajo, calificándolo de muy completo y muy bien presentado y que muestra una situación de cumplimiento para el período de análisis de las metas que le preocupan al Banco en materia de inflación, implicando también resultados consistentes con la sustentabilidad de las cuentas externas. Sin embargo, dice, dentro de este cuadro que parece ser muy favorable y en un sentido tranquilizador, porque la economía estaría en un rumbo adecuado, cree que aparecen una serie de riesgos que dan origen a los problemas que señalaba el señor Vicepresidente, pero también dan origen a confusión, desde el punto de vista de la evaluación de las condiciones futuras. Manifiesta, que estos riesgos que se observan, tanto en términos de lo que está sucediendo en la economía interna -porque no se puede interpretar cuál es la respuesta que está teniendo a los incentivos e impulsos que se le han dado a través de las políticas y a través de las condiciones externas que enfrenta- no hay seguridad si va a venir una rápida reactivación o si la reactivación empieza a perder fuerza. Cree que hay visiones distintas y se puede estar cambiando de opinión muy seguido. En esos términos, además de flexibilidad de respuestas de política que siempre ha existido, lo que se requiere, a su juicio, es una atención especial a una evaluación de las condiciones bajo distintas ópticas y distintas perspectivas.

Agrega el señor Le Fort, que desea prevenir frente al riesgo de que un modelo muy completo, muy consistente, muy bien preparado, pueda distraer la atención en el sentido de enfocar las condiciones en una sola dirección e interpretar lo que está sucediendo alrededor de una sola forma, pudiendo ser una manera de inducir a error, porque si el modelo está bien, por supuesto se va a estar bien, pero en condiciones de tanta complicación, de cambio



estructural, de confusión respecto a qué es lo que puede suceder en la economía internacional, cree que se necesitan evaluaciones alternativas en todo momento y estar haciendo competir modelos o visiones respecto a cómo la economía evoluciona en el futuro.

El Gerente de la División de Estudios, refiriéndose al comentario efectuado por el Vicepresidente señor Marshall, señala que hay un elemento, hoy día presente, que no estuvo en recuperaciones anteriores y que es la disponibilidad, en términos de cantidad y de costo, de ahorro externo. Indica que las recuperaciones anteriores que hubo, en la década de 1990, cada vez que la economía salía de una desaceleración, inmediatamente había fondos externos disponibles que permitían que ese proceso fuera bastante acelerado como para que, también, en forma rápida, la gente se olvidara de la construcción del crecimiento. Ese factor, dice, no está hoy día, hay menor disponibilidad de fondos a nivel global por lo que está ocurriendo con la economía norteamericana. Por simple aritmética, hay menor disposición de los inversionistas externos a prestarle a Chile y a los países emergentes, luego de lo ocurrido con la crisis asiática y también, como consecuencia de las dos cosas, el costo del financiamiento que queda disponible, es bastante más alto de lo que se observó en 1991, 1995, 1996 y 1997 en los episodios posteriores de recuperación, y esto es relevante porque la comparación que uno debe hacer, tal vez con más propiedad, para tener una visión de hacia dónde va la economía en los próximos dos años, que no es muy distinta por lo demás en términos de números a lo que sale en el Informe, habría que hacerla más con lo que ocurrió en la década de los 80 que con la de los 90.

Cuando se observa la recuperación en la década de los 80, también se encuentra que hay mayor lentitud en la recuperación y es natural, dice, porque para que se restablezca un proceso de inversión de vuelta, de recuperación de los stocks de capital, por lo menos en términos de crecimiento, tiene primero que asentarse una situación de recuperación de la economía per se, por lo menos en cuanto a gastos y consumo, de modo que las empresas que se recuperan comiencen a hacer utilidades y esas utilidades puedan después reinvertirlas. Ese fue el proceso en la década de los 80, muy estimulado además por un tipo de cambio real que coyunturalmente podría ser bastante alto, de modo que ahora lo que se puede estar observando es un fenómeno similar a éste, en otra dimensión, por cierto, porque la recesión interna hoy día es mucho más suave de lo que fue en la década de los 80, pero sí lo que hace esto es que el ritmo de recuperación no vaya a hacer dar un salto en ninguno de los dos años siguientes, a nada, como ocurrió en la década de los 90, algo así como 10% o 15% de aumento del gasto por dos o tres trimestres consecutivos.

Agrega el señor Morandé, que también es cierto que en esta oportunidad, a diferencia de los otros episodios de la década del 90, hubo una recesión, no solo hubo una desaceleración y las recesiones normalmente dejan más heridas que las desaceleraciones, en el sentido de que es un efecto sobre las expectativas más permanentes de la gente, por un tiempo más largo que una simple desaceleración de la actividad económica. Hay más certezas respecto del futuro que hacen a la gente ser bastante más cauta a la hora de volver a retomar un ritmo de gasto como el que pudiera haber traído previo al período recesivo.

Uniando todas estas cosas, en su opinión, lo que está ocurriendo hoy día tiene perfecta explicación y tal vez lo que debiera permear, en el sentido de mensaje del Banco, es que este ritmo de recuperación resulta de las condiciones macroeconómicas generales, es el ritmo de recuperación, además, que eventualmente va a poner a la economía en un nivel de producto más cercano a un potencial.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta lo siguiente: "Comparto lo que ha señalado Felipe Morandé, en el sentido de que aquí hay una restricción por delante en los próximos 24 meses, de oferta de crédito y de costo del mismo, que va a estar presente y que en otras oportunidades era el elemento catalizador que transformaba las recuperaciones en recuperaciones explosivas, pero la evidencia más concreta de este minuto es que las empresas no están demandando crédito. El problema no es falta de crédito, las empresas simplemente no demuestran voluntad de tomarlos. Eso es lo que dice la experiencia de mis conversaciones con banqueros y eso revela que en este momento hay algunos otros elementos, adicionales a los que ha mencionado Felipe, que están influyendo y que tienen que ver básicamente con las



expectativas. Eso no se resuelve con políticas económicas, claramente lo que estamos diciendo aquí es que no basta una tasa de interés baja para que una empresa se decida a invertir. Hay que resolver aquellas otras cosas que están afectando las expectativas de esas empresas y que hoy día hacen muy riesgosa una decisión de inversión."

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, interviene haciendo el siguiente comentario: "Se han mencionado tres fuentes de riesgo negativo: un escenario externo más volátil, los riesgos de eventuales cambios en materias legales o leyes de regulación y el riesgo de que la recuperación sea más lenta. Similar al estilo de los años 80. Quisiera un poco contrarrestar eso con un riesgo por el lado positivo y éste viene por el lado que, efectivamente, de los aumentos de productividad que se han manifestado fuertemente en Estados Unidos en los últimos años, se globalicen lentamente. Esto no sucede de un día para otro, pero es un escenario de riesgo favorable que ocurriría los siguientes dos, tres, cuatro o cinco años, quizás primero en Europa, pero después también en la economía chilena, contrarrestando nuestra evaluación que es parte del informe, de que los crecimientos de productividad en Chile actuales y en el futuro cercano sean más bajos que los históricos registrados en el año 1997."

El Presidente señor Massad señala lo siguiente: "Hemos ido adaptando nuestra economía a una condición de la economía internacional bastante diferente de años anteriores. La economía internacional, de hecho, se ha ido interconectando de manera mucho más estrecha de lo que lo hacía antes, la aparición de grandes mercados financieros en Europa ha contribuido en esa misma dirección, las nuevas tecnologías de información apoyaron fuertemente el movimiento de esa naturaleza, de modo que estamos en un mundo al cual nuestra propia economía se ha ido adaptando, afortunadamente de manera gradual, generando áreas en las cuales una mayor flexibilidad en las políticas pueda contribuir a absorber mejor los impactos provenientes del exterior.

Desde ese punto de vista hemos ganado mucho con la flotación cambiaria, con las regulaciones a niveles del sistema financiero en materia de calces de monedas, de tasas de interés y de plazos. Ese tipo de regulación de mercado se ha ido extendiendo hacia otras empresas a través de acciones de la propia Superintendencia de Bancos, es decir, hemos ido introduciendo en el sistema, tanto mecanismos de mayor flexibilidad como las regulaciones prudenciales que permitan trabajar mejor en un ambiente más volátil. Lo que quiero señalar es que vamos a vivir en un mundo mucho más volátil del que hemos tenido hasta ahora, un mundo más globalizado va a ser necesariamente más volátil. La volatilidad del euro, recientemente, no se compara con prácticamente ninguna de las monedas europeas importantes individuales de los últimos años. En Europa, el euro ha fluctuado más en el último tiempo que las monedas individuales más importantes. Vamos a tener fluctuaciones mayores y a tener que vivir en un mundo con volatilidad y creo que nuestra tarea, como Banco Central, es ir entregándole a la economía los instrumentos que permitan a los agentes manejarse mejor en un ambiente así.

Es cierto que nosotros con nuestras propias acciones - no me refiero al Banco Central sino al país en su conjunto - introducimos elementos de volatilidad adicionales que no están bajo nuestro control, pero naturalmente habría que buscar maneras de aliviarlos. Esos elementos de volatilidad que tienen que ver con la incertidumbre que se genera, dicen relación con factores económicos y también no económicos. Los empresarios, en conversaciones reiteradas, siempre mencionan algunos elementos completamente distintos de lo económico en su cartera de elementos que contribuyen a la incertidumbre, entre otros, las acciones en el Sur del país en relación a las empresas forestales o en relación con empresas de generación de energía y otras de la misma naturaleza que la política económica difícilmente va a poder regular. En todo caso, vamos a vivir en un mundo más volátil y el mensaje que tendríamos que transmitir es uno que señale eso y que busque entregar los instrumentos y las políticas que permitan enfrentar ese mundo. Creo que en ese sentido la entrega de nuestro Informe de Política Monetaria va a ser una muy buena contribución, porque evidentemente va a explicitar las proyecciones del Banco Central al respecto, los riesgos que el Banco Central visualiza, la magnitud de esos riesgos y sus probabilidades, con lo cual ayuda a orientar las expectativas de los agentes para enfrentar el futuro, en mejor forma que cuando entregábamos señales de muy corto plazo.



Creo que la tarea que estamos haciendo ahora, por primera vez, en entregar señales de mediano plazo, es una tarea muy valiosa e importante para la sociedad en su conjunto. Pienso que este primer informe que vamos a entregar próximamente al conocimiento público es una excelente contribución en esa dirección. Admite mejoras y lo vamos a ir haciendo en la medida en que adquirimos más experiencia, mejoramos nuestros modelos y profundizamos nuestra investigación, que es una tarea que tenemos que hacer permanentemente. Pero esto está muy bien hecho, es una contribución muy valiosa y comparto los términos empleados por el Ministro de Hacienda al expresar sus felicitaciones a todos los que han trabajado en este informe.

Como último tema, si yo tuviera que hacer una predicción de los movimientos de capitales hacia América Latina u otros países emergentes, no haría la predicción de un fuerte movimiento de capital en esa dirección. Las tasas de interés afuera están subiendo, la volatilidad perjudica los mercados emergentes porque se los considera más riesgosos, genera ampliaciones en los recargos de interés en los mercados respecto a los países emergentes, yo no haría una predicción de fuerte aumento de los movimientos de capitales hacia los países emergentes, al menos del estilo de los movimientos de capitales que vimos en los primeros siete años de la década de los 90. En la primera parte de los 90 tuvimos fuertes movimientos de capitales que venían desde fuera, ahora creo que la situación va a ser un poquito distinta, se tratará de movimientos de capitales que todos tenemos que atraer, son movimientos de capitales que van a ser fuertemente dependientes de la actitud de nuestros propios empresarios. Si nuestros empresarios están con el ánimo bajo y sus planes de inversión no son muy grandes, vamos a tener, sin duda, poco movimiento de capital. En cambio, si ellos están estimulados a invertir y recorren los mercados y buscan su financiamiento, ya sea por préstamos o aportes de capital, creo que los van a encontrar, pero de otro modo no creo que vayamos a tener los tiempos de la fuerte invasión de capitales que tuvimos en el año 1997 y antes. Debido a ello preveo incluso que, sin que esto sea una predicción estricta, pero sí una visión a esta altura, que el orden de prioridad en que usamos nuestros instrumentos para enfrentar tales movimientos, ha cambiado y tengo la impresión de que el orden de prioridad que tiene el encaje, por ejemplo, como un instrumento, ha disminuido, por lo menos por los años próximos."

El Gerente de la División de Estudios presenta las siguientes opciones de política monetaria:

" De acuerdo a los antecedentes y proyecciones presentadas en el Informe de Política Monetaria correspondiente al primer cuatrimestre del presente año, se ha ido consolidando un escenario favorable tendiente a que la inflación se estabilice en torno al punto medio del rango meta en un plazo entre 12 y 24 meses. Esto ocurriría a pesar que en el corto plazo la inflación total puede superar el límite superior del rango y la inflación subyacente se ubicaría en la parte alta del mismo. Las razones principales son tres: (a) la aún amplia holgura en materia de brecha gasto a producto potencial se irá cerrando en forma pausada a lo largo del horizonte de proyección; (b) los efectos de aumentos en precios específicos (combustibles, en especial) sobre los precios internos se irán diluyendo en la medida que no hay nuevos cambios en el precio internacional del petróleo; y (c) las expectativas de inflación del sector privado se mantienen estables, a pesar de los impulsos de costos en el corto plazo sobre la inflación efectiva, probablemente, como consecuencia de los aumentos preventivos en la tasa de política monetaria realizados en enero y marzo pasados y de la normalización relativa de los mercados internacionales del crudo.

Aunque existe un grado de variabilidad importante en torno a la trayectoria proyectada de la inflación para los próximos 24 meses, lo que refleja la importancia de mantener flexibilidad en la orientación de la política monetaria, los riesgos considerados para esa trayectoria están esencialmente balanceados para el horizonte relevante. Por una parte, el crecimiento de la economía mundial podría ser menor del anticipado si la economía norteamericana se desacelera más rápido de lo previsto. En estas circunstancias el crecimiento de la economía chilena podría disminuir y también la inflación, particularmente en el mediano plazo. Por otra parte, el precio del petróleo podría elevarse respecto de su nivel actual, impulsando ajustes mayores de los precios internos y elevando la inflación, especialmente en el corto plazo.

hp  
fm



En estas condiciones, con una inflación que en el mediano plazo se proyecta alrededor del punto medio de la meta rango y con un balance equilibrado de riesgos, las tres opciones de política monetaria (relajar, mantener, endurecer) están abiertas. Sin embargo, y por lo mismo, resulta más difícil argumentar a favor de cualquiera de las opciones que impliquen un cambio en la actual tasa de política. En la medida que en los meses siguientes alguno de los riesgos mencionados se vaya materializando con mayor nitidez, tanto la proyección media de la inflación como el mismo balance de riesgos podría hacer más recomendable una opción de cambio de la política monetaria. Hay sólo un antecedente adicional que podría hacer hoy descartar la opción de relajar: la actual tasa es todavía considerada estimulativa (por debajo de una posición neutral respecto del ciclo) por parte del mercado, por lo que una rebaja no se entendería muy bien considerando que la economía está en una fase de recuperación y se estima que, en el horizonte relevante la brecha producto efectivo a producto potencial se cerraría."

El Consejero señor Desormeaux expresa lo siguiente: "Comparto lo señalado por el Gerente de Estudios, en el sentido de que los resultados que tenemos en materia de inflación son positivos y que a eso se suma una combinación de elementos que influyen sobre la inflación, que claramente son favorables para el desarrollo futuro de ésta, como el hecho de que a pesar de que las tasas de interés de corto plazo tienen un carácter que puede considerarse todavía estimulativo, las de largo plazo se han mantenido altas, la política fiscal toma un claro carácter contractivo y los mercados de capitales internacionales muestran astringencia y costos en alza. Creo que esa combinación claramente nos da muchas garantías en términos que, por el momento, con la información que tenemos disponible, no hay riesgos importantes en materia inflacionaria y que la idea de mantener nuestra tasa de política monetaria en 5,5% es la adecuada."

La Consejera señora Ovalle, se inclina también por mantener el nivel actual de la tasa de política monetaria en base a la ausencia de presiones en frentes importantes como la inflación de tendencia y la cuenta corriente.

Los demás miembros del Consejo están de acuerdo en mantener la tasa de instancia.

Por último, el Presidente manifiesta lo siguiente: "Quisiera señalar que mientras escuchaba la exposición que se hizo, me quedó cierta sensación de que estamos transmitiendo un mensaje de que la tasa de 6% de crecimiento que se prevé para los próximos dos años, no es tan buena como pudo haber sido. Una tasa de crecimiento del 6% durante dos años consecutivos, con un buen pronóstico respecto a la inflación, me parece un resultado excelente para la economía chilena. Creo que las tasas del pasado de más del 7%, 8%, 9% ó 10% que observamos en ciertas recuperaciones, obligaron posteriormente a nuevas medidas restrictivas que generaron una situación de avance y retroceso. En cambio, lo que estamos previendo es un crecimiento a muy buena tasa desde el punto de vista de los promedios históricos del país, tranquilo, sin grandes riesgos hacia adelante, ni en términos de inflación ni de empleo. Por esa razón, me parece que deberíamos buscar alguna manera de introducir un poquito más de ese énfasis en el resumen que hacemos con nuestro informe, más que dejar la sensación de que estamos muy insatisfechos porque el 6% no se compara favorablemente con otras reactivaciones. Lo que me parece que tenemos que decir es que estamos en un camino de crecimiento sostenido, a buenas tasas, sin riesgo inflacionario y eso para el país es una situación muy favorable. También voto por la mantención con lo cual aprobaríamos por unanimidad la mantención de la tasa."

En consecuencia, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria.

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

"El Consejo del Banco Central, en el marco de la reunión mensual de política monetaria realizada en el día de hoy, resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en su



actual nivel, esto es, UF más 5,5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

En el curso de la reunión, el Consejo analizó la evolución reciente de la economía y las perspectivas para los próximos veinticuatro meses, a la luz de los antecedentes disponibles.

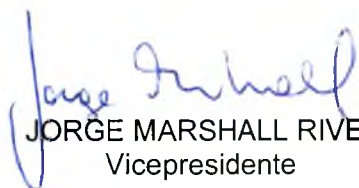
El Consejo estima que, en un escenario de crecimiento económico en torno a 6% anual para los próximos dos años, se ha ido consolidando un cuadro favorable para que la inflación se establezca alrededor del punto medio (3%) del rango meta (2 a 4%) en un plazo entre 12 y 24 meses.

Aunque en el corto plazo la inflación total podría exceder el límite superior del rango, la inflación subyacente se ubicaría dentro del mismo. Si bien existe un grado de variabilidad en torno a la trayectoria proyectada de la inflación para los próximos 24 meses, los riesgos considerados para esa trayectoria están esencialmente balanceados para el horizonte relevante.

La política monetaria mantendrá la flexibilidad necesaria para enfrentar oportunamente tales riesgos."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,15 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



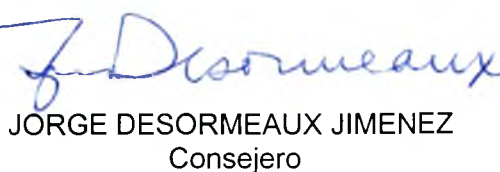
PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

---

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

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

Asisten también los señores:

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

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

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

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

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



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

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

40



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

## II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

### 1. Escenario internacional

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

42



## 2. Mercados Financieros en Chile

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



### 3. Demanda y Oferta

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

4  
93



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

#### 4. Precios Específicos

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

#### 5. Expectativas de Inflación

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

### III. Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

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

4  
5



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Como es habitual, el Consejo analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como punto de referencia el Informe de Política Monetaria de mayo último.

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

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



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

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

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

Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.

MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

JORGE MARSHALL RIVERA  
Presidente Subrogante

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda

JORGE CARRASCO VASQUEZ  
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 7  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 11 de julio de 2000

---

En Santiago de Chile, a 11 de julio de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de División de Estudios Subrogante, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente inicia la Sesión presentando a los señores miembros del Consejo el Acta correspondiente a la Sesión N° 6 de Política Monetaria, celebrada el 8 de junio de 2000 y la Minuta correspondiente a la Sesión N° 5 de Política Monetaria, celebrada el 9 de mayo de 2000, las que se aprueban sin observaciones.

A continuación, el Gerente de División de Estudios Subrogante presenta el siguiente informe:

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

- En junio último, la inflación medida por el IPC alcanzó a 0,2% al igual que la inflación medida por IPCX y el IPCX1, con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 3,7%, 2,7% y 1,6%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en vivienda, debido a incrementos en los valores de servicios básicos (teléfono), y en servicio doméstico, por el aumento del salario mínimo. En junio no se registraron aumentos de precios asociados a los combustibles o el transporte. Con todo, no hay cambios en la tendencia de la inflación, la que permanece por debajo de 3,0% anual.
- En los últimos meses, el repunte de la inflación se concentra en el 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 más de medio punto porcentual desde fines del primer trimestre, alcanzando una variación de 2,4% en junio último (a/a). No se observan señales de una recuperación en los márgenes de comercialización, e incluso estos se han comprimido adicionalmente por el aumento experimentado por los precios de las importaciones de consumo en el primer trimestre y la depreciación del peso en relación con el dólar y otras monedas (TCM y TCM5), que se observó entre marzo y junio. Cabe destacar que los precios de los bienes durables y, en particular, por el rubro de equipamiento de la vivienda (electrónica, línea blanca y otros afines) han mostrado disminuciones de precio en el último año. En conjunto, el IPCTX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación de -0,5% (a/a) durante junio.
- Los precios mayoristas continuaron siendo afectados tanto por el aumento en el precio del petróleo como por la depreciación del tipo de cambio. En junio el incremento del IPM total alcanzó a 13,1% en doce meses, cifra superior al 11,7 y 9,9% observados en mayo y abril respectivamente. Este incremento continúa reflejando en gran parte el comportamiento del IPM importado, el cual observó una tasa de variación en doce meses de 12,5% en junio, es decir, 4 puntos porcentuales por encima de la del mes de abril. Ello se explica completamente por el aumento de precio de los productos mineros (asociados al petróleo) y de los industriales (asociados al tipo de cambio).
- La inflación de los no transables ha seguido mostrando un incremento a lo largo de los últimos meses. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad o los servicios telefónicos, cuya inflación ha pasado de tasas negativas, del orden de -1% a fines de 1999 a incrementos por sobre el 7% en junio último. Estos aumentos reflejan, en parte, los efectos secundarios del shock petrolero sobre otros precios regulados. Los precios de servicios personales también han experimentado un aumento, pero de menor magnitud, desde 2,5% a principios de año a 3,4% en junio último, reflejando el comportamiento de las remuneraciones nominales.
- La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó una leve disminución entre abril y mayo, de 5,2% a 5,1% (a/a), mientras que el costo de la mano obra presentó un leve aumento, de 4,8% a 4,9% (a/a). Asimismo, los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento ligeramente superior porque pasó de 4,4 a 4,5% (a/a). Estas cifras son coherentes con el menor ritmo de recuperación del empleo que se ha observado en meses recientes. Por otra parte, es importante señalar la consolidación de la recuperación de la productividad media del trabajo durante el primer trimestre del año, lo que disminuye el impacto sobre los costos del aumento salarial. Es probable que las cifras de junio muestren un aumento más significativo de las remuneraciones nominales por el aumento del salario mínimo.
- Para julio se proyecta una inflación IPC del orden de 0,4-0,5% (m/m), con lo que la inflación IPC será del orden de 4,1-4,2% (a/a). Esto se debe al incremento de precio de los combustibles, de los perecibles (tubérculos y hortalizas por efecto de los temporales) y un posible aumento en las tarifas de la locomoción colectiva. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento menor durante el mes de julio (0,2%), por lo que la inflación subyacente alcanzaría a 2,9%.

4  
mg



BANCO CENTRAL DE CHILE

## II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

### 1. Escenario Internacional

- La principal novedad en los mercados financieros internacionales la constituye la reducción de su volatilidad, como consecuencia de mayor confianza en la desaceleración gradual de la economía de EE.UU. y el control de la inflación. Luego del aumento de mayo último de la tasa de política norteamericana por parte de la Reserva Federal, ésta se mantiene en 6,5% y las expectativas de nuevas alzas durante el segundo semestre de este año se han reducido ostensiblemente. Así, mientras hasta un mes atrás se esperaba terminar el año 2000 con tasas del orden de 7%, las expectativas se redujeron luego en 25pb. e incluso, luego de los últimos indicadores de consumo, hay indicios de que estas expectativas se estarían moviendo hacia la mantención de la tasa de política en su nivel actual a fines del 2000. Los supuestos tras las proyecciones en el Informe de Política Monetaria de mayo consideraban un aumento adicional de 25pb. en lo que resta del año.
- En Europa, en tanto, la tasa de política aumentó en 50pb. a principios de junio y se espera un aumento de 25pb. adicionales durante el segundo semestre, para terminar el 2000 con una tasa de 4,5%. Para la economía japonesa, por su parte, se espera que la política monetaria mantenga el bajo nivel de tasas de interés mientras la situación deflacionaria no se revierta.
- La mayor tranquilidad de los mercados financieros se sustenta en la serie de antecedentes que refuerzan la probabilidad de una desaceleración gradual de la economía norteamericana, alejando los temores de un ajuste drástico. De forma coherente con este panorama, entre fines de mayo y comienzos de julio las tasas de los bonos de gobierno a 10 años cayeron alrededor de 35 pb., para situarse en 5,95% al 4 de julio. En igual período, el dólar se ha depreciado en los mercados financieros internacionales (2,1% con relación al euro y 0,7% con relación al yen).
- La reducción de la volatilidad de los mercados bursátiles norteamericanos (tanto Dow Jones como Nasdaq) es también destacable. Además, a pesar del carácter más optimista del escenario reciente, la respuesta de los mercados ha sido moderada. Esto último también ha actuado como elemento estabilizador, pues una sobre-reacción del mercado accionario podría haber contrapesado la tendencia de desaceleración gradual de la demanda.
- La menor volatilidad también ha contribuido a una disminución de los premios soberanos a economías emergentes. Entre fines de mayo y comienzos de julio, el EMBI cayó 76pb. En Latinoamérica, la mayor caída se observó en el premio soberano de Brasil (99pb.). Luego México (84pb.), Chile (41pb.), y Argentina (8pb.). El caso de Brasil y México se puede explicar por la mayor disposición a invertir en estas economías, como lo revela la evolución de la participación de las economías emergentes en los portafolios de inversión de instituciones como Deutsche Bank y Goldman Sachs. Este fenómeno probablemente esté asociado a los grados crecientes de estabilidad económica y política en ambos países. Por su parte, la menor caída del premio chileno es coherente con una evolución relativamente neutral y el aumento marginal de Argentina con una percepción relativa más negativa por parte de los inversionistas.
- A pesar de la caída reciente de los premios soberanos a economías emergentes no hay evidencia de una recuperación global de los flujos de capitales hacia economías emergentes. La recuperación de estas economías ha sido liderada por sus exportaciones netas, y, a su vez, la mayor parte de los recursos financieros internacionales están destinados a financiar el déficit de cuenta corriente de la

4  
Pug



BANCO CENTRAL DE CHILE

economía norteamericana. La otra cara de la moneda son las menores presiones de demanda interna en el resto de las economías, entre ellas Chile.

- A la positiva evolución de la economía norteamericana se agregan los buenos desarrollos de los precios de los principales productos exportados. Respecto del cobre, existen hoy expectativas algo superiores a las presentadas en el Informe de Política Monetaria de mayo 2000, alcanzando un precio a fin de año cercano a 85 centavos de dólar. Asimismo, el precio de la celulosa continúa mostrando un elevado nivel y mejoras en el margen.
- Un tema recurrente en el análisis de la coyuntura ha sido la evolución del precio del petróleo. El aumento de producción decretado en la última reunión de la OPEP, el 21 de junio, no fue capaz de reducir los elevados precios del crudo Brent, que se ubicaron por sobre los 30 dólares por barril. Esto aparentemente se debió a que el aumento efectivo de producción no fue de 700 mil barriles diarios, sino que sólo alcanzó los 100 mil, pues la producción efectiva previa a la reunión ya sobrepasaba las cuotas acordadas. Recientemente, Arabia Saudita anunció unilateralmente su intención de aumentar su producción en 500 mil barriles diarios, con el objeto de reducir el precio a 25 dólares por barril. Lo anterior ha tenido un impacto inmediato en el precio spot, el cual cayó la semana recién pasada bajo los 30 dólares. La poca claridad de la política de precios de la OPEP, junto con las incertidumbres propias del mercado de las materias primas, resaltan la dificultad de proyectar la evolución futura del precio del crudo.

## 2. Mercados Financieros en Chile

### a. Tasas y tipo de cambio

- Entre mayo y junio, disminuyeron las tasas de interés de los pagarés de corto y largo plazo del Banco Central. Así, el PRBC90 alcanzó un nivel de 5,76% en promedio y de 5,68% a fines de junio, mientras que la tasa del PRC8 se ubicó en un nivel promedio de 6,53% y en 6,46% a fines de mes. Esta evolución indica menores expectativas de aumentos en la TPM, en el caso de las tasas de corto plazo, como consecuencia de expectativas más moderadas de crecimiento económico e inflación en el mercado. Asimismo, cabe destacar el impacto de la disminución tanto de las tasas en el exterior como del premio soberano, en el caso de las de largo plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de tasa de política futura ha disminuido entre mayo y junio, anticipando un aumento de la TPM en alrededor de 25pb. hacia fines del tercer trimestre y otros 25pb. en el cuarto trimestre, para terminar con una TPM en torno a 6% a fines de año, cifra similar a la que se revela a través de la encuesta de expectativas de junio. En esta última encuesta, se prevé que el año 2001 finalizaría con una tasa en torno a 6,3%. Los antecedentes relativos a la encuesta de expectativas financieras de julio se conocerán la próxima semana.
- Cabe destacar que la disminución de las tasas de interés reales de largo plazo, es consistente con el perfil de tasas considerado en el escenario base del Informe de mayo.
- El tipo de cambio peso/dólar fluctuó desde \$524 pesos a comienzos de junio hasta alcanzar un nivel cercano a los \$539 a fin de mes, para luego retroceder a \$535 en los primeros días de julio, probablemente influido por la reacción positiva de los mercados tras dilucidarse la incertidumbre política en México. Una depreciación un poco mayor se observó en el índice TCM5, que entre comienzos de junio y comienzos de julio creció en 2,4%. Esto significa que desde el cierre del informe de



mayo el peso se ha depreciado un poco menos de 4% en relación con el dólar de EE.UU. y alrededor de 5% en relación con una canasta más amplia de monedas de países desarrollados. Los diferenciales de tasas de interés respecto de los principales socios comerciales señalan una trayectoria de depreciación del peso, dada la posición cíclica de estas economías en relación con Chile. El precio de los futuros peso-dólar a un año se encuentra en \$552,5 y el valor futuro del TCM5 a un año alcanza a 126, señalando una trayectoria de depreciación mayor que la que se prevé según la encuesta de expectativas de junio.

- El reciente comportamiento del tipo de cambio es coherente con los mayores riesgos al alza que se mencionaron en el informe de junio. En esta ocasión los riesgos sobre la evolución futura del tipo de cambio parecen más balanceados e incluso podrían predominar la probabilidad de apreciación, a medida que se consolida un escenario favorable en el ámbito internacional. Al respecto es necesario acumular más evidencia antes de realizar una modificación significativa del escenario central de proyección del tipo de cambio, que pudiera modificar las presiones inflacionarias asociadas a precios importados y las proyecciones de crecimiento económico.

#### **b. Agregados Financieros**

- Entre los agregados monetarios más líquidos, el circulante ha observado una leve mejoría pero el dinero privado aún no da señales de recuperación. Por otro lado, dentro los agregados monetarios más amplios, el menor crecimiento de los depósitos a plazo y la evolución del M1A significó que el M2 continuara desacelerándose, mientras que el M7 ha evolucionado similarmente, pero atenuado por el crecimiento experimentado por los documentos del Banco Central en poder del sector privado. Es decir, la recomposición del portafolio hacia instrumentos de menor liquidez no explica completamente la desaceleración de los agregados monetarios más líquidos.
- Si se observan los componentes del crédito al sector privado (datos sólo hasta mayo), continua la lenta evolución del crédito a empresas. El crédito a personas, por su parte, tampoco ha mostrado mayor dinamismo, observándose estabilidad tanto en su componente de crédito a vivienda como de crédito de consumo. Por otro lado las colocaciones efectivas en el mes de junio cayeron levemente en el margen, aunque mostraron un incremento en términos anuales.

### **3. Demanda y Oferta**

- Durante el segundo trimestre, la recuperación de la actividad ha seguido en línea con las previsiones contenidas en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000. Sin embargo, la composición de la recuperación ha variado. En este sentido, destaca el mayor dinamismo de las exportaciones y los sectores transables, producto de un entorno internacional más estable, mayores precios de los principales productos de exportación y de un tipo de cambio real relativamente depreciado. Por otro lado, la demanda interna se recupera pero a un ritmo algo más moderado.
- Los niveles relativamente altos del tipo de cambio en términos reales, junto con el continuado dinamismo de nuestros principales socios comerciales, han propiciado un importante crecimiento de las exportaciones tanto en volúmenes como en valor. En efecto, las exportaciones mostraron un elevado crecimiento durante el segundo trimestre, con un crecimiento anual estimado de 11% en términos de valor. Por su parte, las importaciones no petróleo siguen en una trayectoria de aumento, con tasas de crecimiento anual durante el segundo trimestre de 19%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- En forma preliminar se estima un crecimiento del gasto cercano al 9% en el segundo trimestre. Los indicadores de gasto, si bien son consistentes con el diagnóstico de recuperación gradual, han presentado un cierto rezago respecto a lo previsto en el informe de Mayo. Esto se aprecia particularmente en el componente de formación bruta de capital. Por un lado, si bien las importaciones de bienes de capital continúan creciendo, alcanzando en mayo 312 millones de dólares (2,6% a/a), aún están muy por debajo de los 500 millones de dólares mensuales observados antes de la crisis asiática. Asimismo, las ventas de bienes de capital producidos domésticamente no muestran una tendencia clara de recuperación. Con relación a estas últimas, si se mantienen los niveles recientes de ventas, en el segundo semestre se verán tasas de dos dígitos en su crecimiento, sólo por el efecto de base de comparación. Entre los factores que inciden en la lenta recuperación de la inversión cabe señalar el costo del financiamiento interno y externo, menores flujos de caja, mayor endeudamiento de las empresas, los excedentes de capacidad en el mercado interno y menores inversiones en minería.
- Por su parte, las cifras relativas a la construcción durante mayo muestran una recuperación respecto a la tendencia observada en el primer trimestre. Los permisos de edificación habitacional y de establecimientos comerciales presentaron incrementos importantes – de 55% y 17% respectivamente - respecto al mismo período del año anterior, aunque están aún por debajo de los elevados niveles observados durante la segunda mitad de 1999. Las ventas de nuevas viviendas mostraron un mayor nivel en mayo último respecto de meses previos, pero los niveles absolutos aún son bajos y en el margen se observa una acumulación de stocks en el sector. Entre los factores que inciden en este resultado cabe señalar menor crecimiento de los ingresos laborales, mayor nivel de endeudamiento de los consumidores, mayor riesgo por desempleo y tasas de interés de largo plazo relativamente elevadas. En el ámbito de establecimientos, cabe señalar los excedentes de capacidad en algunos sectores (comercio y oficinas).
- La recuperación lenta de la inversión se ve en parte compensada por el dinamismo de la recuperación de las compras de consumo durable y la acumulación de inventarios. Durante mayo, las importaciones de bienes de consumo, con un alto componente de bienes durables, alcanzaron 299 millones de dólares, un 54% por sobre el nivel observado en el mismo período de 1999. Las ventas de bienes durables y de automóviles crecieron en el mismo período 38% y 36% respectivamente. El consumo de bienes habituales también se ha recuperado pero a una velocidad algo menor: las ventas del comercio crecieron un 2,4% en doce meses durante mayo, mientras que las ventas de supermercados cayeron un 2,7%. Estas cifras son coherentes con la evolución de los agregados monetarios líquidos, y pueden señalar que la recuperación del consumo de durables puede ser un fenómeno más transitorio, y una vez que se recuperen los stocks de estos bienes, las compras volverán a presentar un ajuste coherente con la lenta recuperación del consumo.
- Los resultados del comercio, entre otros, motivaron un cierto pesimismo en los observadores hace un par de semanas respecto de la velocidad de la recuperación. Es necesario notar en este punto el fin de semana menos que tuvo mayo de este año comparado con mayo de 1999, a lo que se añade el posible impacto de los aún elevados niveles de desocupación.
- En relación a esto último, la caída en el empleo desestacionalizado durante abril resultó ser un fenómeno transitorio, que pudo estar asociado a una leve disminución de la tasa de participación durante el mismo mes. En efecto, durante mayo se observó una recuperación de la tasa de creación de empleos, alcanzando más de un 2% (a/a), lo que equivale a más de cien mil puestos de trabajo respecto de mayo de 1999. De

4  
27



BANCO CENTRAL DE CHILE

éstos, 37 mil corresponden a empleos adicionales en los programas municipales.

- Las estimaciones para el crecimiento del IMACEC durante mayo (7% a/a) se encuentran dentro de lo previsto para el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre, esto es 6,2% (a/a). Este dinamismo ya se puede anticipar producto de la importante expansión de la producción industrial en mayo (11% a/a) y del continuado crecimiento de las importaciones durante el segundo trimestre. Por su parte, es previsible una consolidación del crecimiento del gasto en lo que queda del año, producto de condiciones financieras más holgadas y la gradual recuperación de los niveles de empleo.
- Luego, las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento de la economía están dentro de 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 externos respecto de esta proyección central está más balanceado que en el Informe de Política Monetaria de Mayo 2000, puesto que cada vez se ve como más probable que la economía norteamericana logre un aterrizaje suave, aunque un factor negativo como el mayor precio internacional del crudo es ahora más probable.

#### 4. Precios Específicos

- En la primera semana de julio las paridades de referencia del FEP se reajustaron en cifras del orden del 3-4% para los distintos combustibles. Pese a ello, los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEP. No se descarta, que en un futuro próximo, de no mediar un descenso de los precios internacionales del petróleo, se produzca un nuevo reajuste en los límites del fondo. Se espera que hacia fines de este mes comience a operar la nueva fórmula de cálculo del FEP, lo que podría introducir algún incremento adicional en los precios internos de los combustibles. Considerando este aumento, la proyección de inflación medida por el IPC podría elevarse en alrededor de 0,2-0,3% para el presente año, que refleja el efecto de primera vuelta en el IPC, e incorpora un aumento adicional al esperado en julio en las tarifas de la locomoción colectiva. El efecto sobre la inflación del 2001 dependerá de la persistencia de los actuales precios, a lo que se suman los eventuales efectos de segunda vuelta.
- Las expectativas inflacionarias del sector privado según la encuesta de expectativas se han movido marginalmente al alza entre mayo y junio, estando en la actualidad alineadas con la proyección de 4,2% para el año presentada en el Informe de Política Monetaria de mayo. Cabe destacar que las expectativas hacia el 2001 se han mantenido estables en 3,5%. Al mismo tiempo, el premio pagado por papeles nominales versus reajustables a 1 año se mantuvo en 4,3% durante junio, pero en el margen se ha movido a la baja, en torno a 4,1%. Los antecedentes relativos a la encuesta de julio se conocerán la próxima semana.

#### III. Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

- Para resumir, la evolución reciente de la economía no altera esencialmente el panorama macroeconómico que se presentó en el Informe de Política Monetaria de Mayo último: consistente con una tasa de política monetaria de 5,5% en el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual algo mayor que 6% en el curso de 2000 y el 2001, sin generar presiones inflacionarias. Este crecimiento estaría sustentando principalmente por el crecimiento de la demanda externa. Por su parte, la inflación total se ubicaría por sobre el 4% hacia fines de año y

W  
by



BANCO CENTRAL DE CHILE

la inflación subyacente sería inferior a 4%, presentando una trayectoria de convergencia a niveles cercanos al 3% a lo largo del 2001.

- El comportamiento reciente del petróleo en los mercados internacionales ha provocado un nuevo aumento en las paridades del FEP, y no se descarta un nuevo incremento en el futuro cercano. La incidencia directa del ajuste de paridades de comienzos de julio será cercana a 0,15%. La incidencia de un nuevo incremento en los límites del FEP puede alcanzar hasta 0,2-0,3% anual, lo que incorporaría un aumento adicional al esperado en julio en las tarifas de la locomoción colectiva. Además, los gremios están empujando por un incremento en las tarifas del transporte público, producto de la trayectoria del tipo de cambio en los meses recientes, lo que tendría una incidencia adicional cercana a 0,1%.
- Estos efectos son transitorios, y hasta ahora los aumentos de precios de combustibles en lo que va del año no han tenido impacto sobre el resto de los precios de la economía. El eventual traspaso a otros precios vía efectos en cadena es un factor de cuidado que debe continuar bajo observación, porque podría alterar las proyecciones de mediano plazo del IPC y no sólo las proyecciones de corto plazo.
- No obstante que el escenario base es similar al presentado en el informe de Mayo, los riesgos asociados han cambiado. En primer lugar, el precio del crudo en los mercados internacionales ha mantenido la volatilidad observada en los últimos meses. Las contradictorias opiniones de Arabia Saudita y la OPEP respecto a un eventual aumento de producción de medio millón de barriles diarios muestran la poca claridad de la política de precios de la OPEP en la actualidad. En segundo lugar, hoy es más probable un aterrizaje suave de la economía norteamericana, lo que además de acotar la magnitud de futuros aumentos en las tasas por parte del FED, atenúa en cierta forma la posibilidad de mayores grados de turbulencia en los mercados financieros internacionales.
- Finalmente, un factor que requiere de un mayor análisis se refiere a la composición de la recuperación del producto y su impacto sobre el empleo. En la medida que la recuperación más lenta de la demanda interna obedece a factores más duraderos, como un mayor nivel de endeudamiento del sector privado (menor riqueza), una revisión de sus expectativas, una menor disponibilidad de financiamiento externo a costo conveniente, y una política fiscal más austera, se abre espacio para un mayor dinamismo de las exportaciones netas. Sin embargo, la transición puede significar un crecimiento más lento de la economía en su conjunto en el período de transición, en la medida que se requiere una reasignación de recursos entre sectores, lo que toma tiempo y ajustes adicionales de precios relativos.

La Consejera señora Ovalle refiriéndose a la preocupación que ha originado la desaceleración de los agregados monetarios en el mes de junio y al comentario del señor Herrera en el sentido que ha habido cambios en el uso de instrumentos, especialmente un incremento significativo de Fondos Mutuos, consulta si se ha hecho alguna investigación sobre el uso de tarjetas de crédito. Contesta el señor Herrera diciendo que ha habido un crecimiento importante, desde 1998 en adelante, tanto en la cobertura de cajeros automáticos como en el número de tarjetas de crédito y su intuición es que ese tipo de efecto debiera ser más relevante para efectos del circulante que para efectos de los depósitos a la vista. Ciertamente, agrega, ha habido un efecto en ambos componentes del dinero, pero a priori, el efecto debería ser más significativo en el circulante y en éste se ha visto menos evidencia de una desaceleración en comparación con los depósitos a la vista.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La señora Ovalle manifiesta que las tarjetas son un factor importante a considerar ya que, en un estudio reciente basado en cifras proporcionadas por la Cámara de Comercio, se informa que los créditos asociados a tarjetas cerradas han pasado de representar un 22,7% del total de créditos de consumo del sistema financiero, en 1997, a casi un 32% en 1999. A su vez, el número de tarjetas en el último año, aumentó en 6,2%, con un monto total de crédito de MM\$ 690.092 que representa un crecimiento de 3,8% entre junio 1999 y junio 1998. Esto indica, dice, que este tipo de créditos, si bien han disminuido el dinamismo que traían antes del ajuste, no se han visto afectados en la misma magnitud que los créditos de consumo del sistema financiero y que por el lado de las tarjetas de crédito bancarias, se observa un crecimiento de 1,8% en 1999 respecto a 1998, aunque las colocaciones en tarjeta de crédito han caído en 16,3% en el mismo período.

El Vicepresidente señor Marshall destaca la primera parte del informe en el sentido, dice, de que se ha observado una inflación subyacente bastante estable. A su parecer ese es un elemento muy importante, sobre todo porque se ha estado trabajando durante todo este año con la hipótesis que podrían haber efectos de segunda vuelta, ya sea originados en los efectos del precio de los combustibles o en la depreciación del tipo de cambio. Este hecho le lleva a pensar que el coeficiente de traspaso podría tener un elemento de transmisión a través de expectativas de inflación que no están presentes en el actual escenario y no están presentes, probablemente por las propias políticas que el Banco Central ha tomado, además de otras variables. En ese sentido, cree que el modelo del Banco, especialmente pensando en las necesidades de las proyecciones para el próximo Informe de Política Monetaria, debiera considerar o incorporar la evidencia que se ha acumulado en la economía durante este año, pero también la evidencia internacional, que los coeficientes de traspaso han sido menores en los últimos años, por tanto, cree que ese es un hecho bastante relevante para efectos de tener un horizonte de planificación de la política monetaria de mediano plazo.

Refiriéndose al factor que mencionaba el señor Herrera y que dice compartir, es que las condiciones monetarias del último mes son más expansivas. Se refiere al índice que se analiza en la reunión del Programa Monetario que muestra un relajamiento de las condiciones monetarias del orden del 10% en promedio, entre el mes de mayo y el mes de junio, lo que de alguna manera es un hecho que debiera tener un efecto, naturalmente con un cierto rezago.

Por último, señala el señor Marshall que ha hecho un análisis muy preliminar respecto de períodos de recuperación anteriores y algunas cifras que son bastante llamativas y da como ejemplo, los flujos de capital sobre el producto en los cuatro trimestres siguientes al ajuste de 1990 que alcanzó un 4% del producto. En el caso del ajuste de 1996-1997, los flujos de capital fueron 8,1% del producto y en el ajuste de 1994, los flujos fueron menores, porque les tocó justamente el período del efecto tequila, pero que en todo caso, fueron 6% del PIB con términos de intercambio también bastante favorables durante 1995. En cambio ahora, dice, hay flujos de capitales del orden de entre 0% y 1% del producto en los trimestres siguientes al ajuste mismo, o sea, en toda la fase de recuperación. Coherente con eso, la tasa de interés de colocaciones del actual período de recuperación es claramente la más baja de los ciclos anteriores. En el ciclo de la recuperación del año 1990, la tasa de interés de colocaciones en UF de 90 a 365 días, en los trimestres siguientes al punto más bajo fue de 9,4%, en cambio, en los trimestres posteriores al punto más bajo en el ciclo actual, la tasa de colocación de intereses es del orden de 7,6%.

Menciona todos estos hechos, dice, porque cree que hay algunos factores como los que ha señalado, que lo que podrían estar haciendo es aumentar los rezagos con que opera la política monetaria. Una de las cosas que normalmente sorprende es por qué los rezagos con que opera la política monetaria en países emergentes son bastante menores que

HP  
CJ



BANCO CENTRAL DE CHILE

los rezagos en economías más avanzadas. Tal vez, dice, la presencia de estos impulsos fuertes de demanda - sin mencionar el caso del tipo de cambio donde todos los ciclos anteriores estuvieron acompañados por apreciaciones bastante fuertes, en cambio este ciclo está acompañado por una depreciación - podrían haber estado reduciendo los períodos de rezago como estaban operando las políticas. En cambio, en el ciclo actual el rezago puede ser algo mayor.

Agrega el señor Marshall que este conjunto de comentarios le lleva a dos conclusiones que son relevantes para la coyuntura. La primera es que se está en una trayectoria de inflación bastante controlada y no hay riesgos de importancia desde el punto de vista de la inflación y la segunda, es que las condiciones monetarias se mantienen expansivas y probablemente en un ambiente donde los rezagos con que operan estas condiciones monetarias más expansivas van a ser más lentos o los rezagos mayores, y por tanto, cree que el escenario actual, de alguna manera, mantiene las condiciones favorables de la reactivación.

El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, también cree que los riesgos de aceleración de la tendencia inflacionaria, en este momento, son muy escasos. Como se ha visto, dice, ellos tienen que ver con la propagación hacia la tendencia inflacionaria de ciertos shocks de costo o de oferta que han afectado a los precios derivados del petróleo, la depreciación del peso y una posibilidad que hoy día existe que es el alza de los perecibles. Señala que de acuerdo a lo observado, no ha habido propagación de las primeras alzas del petróleo y cree que lo más probable es que no exista propagación de las que se están dando ahora o de los shocks de perecibles. Esto tiene que ver con una condición en que está la economía hoy día, en que existen brechas significativas entre capacidad productiva y utilización, entre capacidad productiva y demanda interna y existe un ritmo de expansión de la actividad y de la demanda interna que sigue siendo moderado. Bajo esas condiciones, dice, estos choques sobre la inflación serían de carácter transitorio, no generarían efectos sobre la tendencia inflacionaria, no requerirían, por lo tanto, de preocupación de parte de la política monetaria. La situación sería distinta si es que se viera una aceleración mayor de la demanda y por eso, cree que es bueno examinar qué es lo que ha estado sucediendo durante este primer semestre. Al respecto, dice, hay puntos de vista bastante distintos. Se podría defender que con una tasa de crecimiento del PIB del orden de 5,8% o 5,9% -eso era en el primer semestre del año - estaríamos perfectamente en línea con lo proyectado en materia de metas macroeconómicas y estaría subyaciendo a ello una condición de demanda agregada y demanda interna normal. Sin embargo, si se dividen o se separan los elementos detrás de este crecimiento del PIB, tal como se ha señalado, al hacer la comparación respecto del segundo semestre de 1999, que fue un semestre en que hubo una elevación de la actividad importante, se observaría que la expansión de la demanda interna, respecto a esa comparación, ha sido prácticamente nula. El crecimiento del PIB que se ha dado entre los dos semestres, se deriva sólo de la expansión de la demanda externa neta, fundamentalmente por la contribución de las exportaciones. De ahí, agrega, se concluiría un cierto estancamiento o un movimiento muy lento de la demanda interna, durante el primer semestre del año, que afecta en forma similar a la formación bruta del capital como al agregado compuesto por consumo e inventarios. Coincide, dice, que probablemente el consumo esté cayendo y los inventarios hayan tenido un incremento.

Manifiesta el señor Le Fort que lo anterior sería un resultado preocupante y cree que muchos analistas han hecho mención a ello y tienden a extrapolarlo hacia el resto del año, con lo que se llega a conclusiones de una tasa de crecimiento mucho menor a la proyectada o hacia la parte más baja del rango y hacia conclusiones respecto de la inflación de tendencia que sería afectada en los próximos 12 a 24 meses hacia el rango mínimo de la meta o incluso más abajo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A esta preocupación, dice, los análisis agregan antecedentes respecto al último trimestre, en que la velocidad de incremento del PIB se ha reducido trimestre a trimestre; la velocidad del segundo es menor que la del primero, incluso algunos indicadores o algunas estimaciones mostrarían de que habría llegado prácticamente a cero. Con todo esto, parecería estar llegando a conclusiones de que estamos con una economía que está débil y que no se está recuperando, pero cree que es necesario hacer una lectura algo más cuidadosa. Piensa que la desaceleración del PIB, en el segundo trimestre del año 2000, no es atribuible a la demanda agregada, sino que fundamentalmente a la demanda externa neta. En el segundo trimestre, señala, las exportaciones no están creciendo respecto del primero y esto iría más allá del efecto tradicionalmente estacional, porque parece haber habido un peak de las exportaciones en el primer trimestre y las importaciones también se siguen recuperando. Esto marcaría un cierto carácter transitorio de la desaceleración del PIB a la que se ha referido, por lo tanto, si la desaceleración es transitoria y se debe fundamentalmente a las exportaciones, está implícito en que hay alguna recuperación más reciente en la demanda interna. Hay algunas indicaciones en la formación bruta del capital fijo por el lado de la construcción, de las importaciones de bienes de capital y probablemente también en consumo e inventarios. Si hay una incipiente recuperación de la demanda interna, señala, ésta debería ser un adelanto del proceso de crecimiento que es esperado y que está implícito en las proyecciones para los próximos meses. Cree que es difícil definir aún si es que lo que va a prevalecer es el debilitamiento que caracterizó al primer semestre o la incipiente recuperación que está implícita en los números del segundo trimestre. En ese sentido, piensa que los próximos meses tienen una importancia muy crítica para ver cuál es la evolución que está siguiendo la demanda interna y cuál es la respuesta que la demanda interna está teniendo ante los estímulos de la política monetaria.

Termina diciendo el señor Le Fort que los cambios estructurales, a los que ya se ha hecho referencia, los ponen en una situación de incertidumbre respecto de si el actual nivel de la tasa de interés es de veras expansivo como el conocimiento histórico lo indica.

El Gerente de la División Estudios Subrogante, señor Herrera, señala que la política del Banco Central no debiera orientarse sobre una meta en relación a la demanda interna. Es posible, dice, que por razones estructurales o por distinto tipo de razones, la demanda interna presente un comportamiento más débil de lo que se había anticipado en los próximos trimestres, pero es posible que eso también sea compensado con una demanda externa más expansiva o que los efectos de la política monetaria, en esta recuperación, sean distintos a recuperaciones anteriores como señalaba el señor Marshall. Otra forma de decir lo mismo, dice, es que esta recuperación tiene tanto una recuperación de nivel como un cambio de composición en el producto, con menor necesidad de recursos externos, con mayor demanda externa porque los componentes de la demanda interna están a nivel de los consumidores más débiles o a nivel de empresas también hay proyectos asociados a la demanda externa más débiles. Por lo anterior, agrega que podría obtenerse una recuperación que vaya más orientada hacia el sector externo que hacia el sector interno, en el cual el principal impacto de las condiciones monetarias sea más bien a través de ganancias de competitividad o de tipo de cambio, en lugar de expansión de créditos y agregados monetarios y que la evaluación de la recuperación sobre la inflación, debiera hacerse en función de lo que es el comportamiento global de la economía, tanto de empleo como de producto global y no tratar de repetir necesariamente un patrón de recuperación que se ha tenido en períodos anteriores.

El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, agrega que es importante notar que la demanda externa neta, durante toda la recesión, no sufrió caídas y las exportaciones han continuado creciendo. Lo que ha sufrido una caída y lo que nos llevó a la recesión, dice, fue la demanda interna que se desinfló y lo único que va a significar la



BANCO CENTRAL DE CHILE

recuperación de la economía nuevamente, va a ser la recuperación de la demanda interna. No cree que sea posible volver a crecer a 5,5% sobre la base únicamente de las exportaciones que pesan 25% en el total y si no hay recuperación de la demanda interna, no se va a lograr un crecimiento entre 5,5% y 6%.

El Presidente señor Massad manifiesta que se está viviendo un régimen de política que resulta bastante apropiado para enfrentar el tipo de incertidumbre que existe por delante, un régimen de política que está definido por un tipo de cambio flotante, por una acción fiscal moderada y por un manejo de la tasa de interés de instancia de corto plazo, dejando libre el movimiento de todo el resto de los plazos que son más determinados por el propio mercado. Ese régimen de política, dice, permite enfrentar con mucha flexibilidad el tipo de shocks o impactos que pudieran producirse hacia adelante, ya sea, por la vía de los perecibles o expectativas de inflación que tenderían a elevar las tasas más largas de interés, o por la vía del precio del petróleo u otro shock de tipo externo que tenderían a elevar el tipo de cambio. Pero también, dice, resulta apropiado para poder responder a una interrogante de difícil respuesta y ésta es si el motor del crecimiento en el futuro va a ser el sector externo o va a ser el gasto interno. De hecho, señala, en el pasado el gasto interno fue fundamentalmente financiado desde el exterior, y se puede encontrar una fuerte asociación entre gasto interno y flujo de capitales externos. Si eso ocurriera, el régimen de política en que estamos permitiría un equilibrio distinto entre tasa de interés y tipo de cambio, que permitiría acomodar el ritmo de crecimiento de la economía a las nuevas condiciones. Si en cambio lo que ocurriera fuese una moderación del ingreso de capitales como se ha visto hasta ahora, mientras la dinámica tenga que provenir más bien del resto de la economía, eso se va a reflejar sin duda, dado el régimen que existe, en una depreciación real que tiende precisamente a apoyar ese tipo de desarrollo. Cree que lo primero que habría que establecer es que el régimen de política en que estamos en el país desde hace algunos meses, permite enfrentar con bastante tranquilidad los distintos tipos de shocks o las distintas interpretaciones que pudieran darse para el crecimiento futuro de la economía.

En segundo término, el Presidente señala que probablemente existe por delante un período relativamente prolongado, en términos de meses, en que se seguirá observando ingresos netos de capitales relativamente débiles y por tanto, lo que se puede prever es que el tipo de cambio, como está previsto en el informe de política monetaria de mayo, tenga alguna depreciación real en el plazo de las proyecciones. Eso es consistente con darle un mayor impulso al sector externo de la economía como peso en el conjunto total de impulsos para su desarrollo. Sin embargo, dice, todavía queda por ver la fuerza de los síntomas de recuperación en el lado del gasto interno, los que todavía no son suficientemente claros ya que se aprecian algunas tendencias que parecieran más favorables ahora de lo que fueron en el pasado. Dicho esto, cree que numerosos analistas cometen el error de pretender que el ritmo de la recuperación sea el que se obtuvo hacia fines del año pasado. Si ese fuera el ritmo de crecimiento de la economía, hacia fines de este año se estaría creciendo al 8% ó 9% o tal vez más y habría mucha preocupación de que ese es un ritmo absolutamente insostenible y no se debiera, probablemente, repetir los errores del pasado de conducir un conjunto de políticas que sobreestimuló el gasto y el crecimiento de la economía. Cree que dado el ritmo al que creció la economía chilena, trimestre a trimestre hacia fines del año pasado, lo obvio a esperar era que ese ritmo se moderara y así ha ocurrido efectivamente y probablemente continúe ocurriendo para aterrizar a tasas de crecimiento compatibles con la proyección del Banco que son del orden del 6% para los próximos 12 a 24 meses.

Piensa el Presidente que el ritmo de la recuperación no es en este momento un elemento de preocupación seria, salvo por el síntoma de junio, que lo considera coyuntural o vinculado a la situación específica del mes más que como un cambio en la tendencia general de la economía, pero eso, dice, hay que observarlo con cuidado con los datos del mes de julio



para saber si efectivamente junio es una variable fuera de órbita hacia abajo, más que una manifestación de una nueva tendencia.

Finalmente, el Presidente dice compartir las conclusiones que se señalaron, en general, y cree que la atención tiene que estar especialmente puesta en los datos coyunturales del mes de julio, para poder apreciar lo que está ocurriendo con la conducta general de la economía, aunque dice tener la confianza más bien de que ese es un síntoma ocasional de tipo puramente coyuntural y que no muestra un cambio de tendencia o, por lo menos, no se puede afirmar un argumento de cambio de tendencia sobre las cifras que se han observado en el mes de junio.

El Consejero señor Desormeaux se refiere a la discusión de esta tarde que buena parte, dice, ha estado centrada en si la evolución de la economía es la adecuada, si es que la economía ha experimentado una desaceleración importante y el rol que juega la política monetaria en todo esto. Le parece importante precisar que el rol prioritario de una política monetaria debe ser la estabilidad de precios como lo establece la Ley Orgánica del Banco Central. Sin embargo, señala, los tratadistas modernos, respecto especialmente de políticas monetarias que siguen metas de inflación como el nuestro, asumen como legítimo que los bancos centrales se preocupen de la evolución de la economía, del pleno empleo, de la tasa de desempleo, siempre y cuando eso no contraría el primer objetivo. Mientras no se contraponga al primer objetivo que es la estabilidad de precios, considera que está muy bien la preocupación que el Consejo del Banco Central y los Gerentes de División han establecido.

Cree el señor Desormeaux que en esa perspectiva, hoy día existe un cuadro en el cual hay algunas amenazas para la meta de inflación, que vienen todas del frente externo. Por otro lado hay puntos a favor, como el hecho de que hay una menor probabilidad de una depreciación fuerte del dólar norteamericano en vista de que la economía americana está encontrando un ajuste gradual, y en el plano interno hay naturalmente esta desaceleración que es la que ha sido comentada, que indudablemente se ha traducido en menores presiones sobre márgenes de comercialización y sobre precios, especialmente de bienes importados, mientras los precios regulados son los que han experimentado los incrementos más fuertes. En suma, dice, un cuadro donde realmente cree que se dan las condiciones para esta preocupación prioritaria para la demanda interna, pero sin perder de vista el hecho de que en la medida que estas presiones de precios externos se puedan transmitir a otros precios a través de efectos de segunda vuelta o de expectativas, se puede realmente poner en peligro el objetivo prioritario. En resumen, señala, un cuadro en el cual cree francamente que la recuperación de la economía chilena y la velocidad de ello no es algo que dependa hoy día de la política monetaria, a pesar de que la política monetaria indudablemente tiene un rol que jugar, pero tiene ante todo, como primer objetivo, preocuparse de consolidar y asegurar la estabilidad de precios.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios Subrogante, señor Herrera, que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El señor Herrera señala lo siguiente:

“La información presentada en el Informe Mensual destaca que ha persistido una situación compleja e incierta en los mercados internacionales de los combustibles que hace resaltar el riesgo de una acentuación de los efectos sobre la inflación interna anticipado en el Informe de Política Monetaria de mayo. Esto podría implicar un aumento en la inflación medida en el corto



plazo, pero un efecto menor en la inflación subyacente IPCX que no hace por ahora cambiar la percepción de una inflación de tendencia desalineada respecto de la meta en los siguientes ocho trimestres.

Del lado positivo, se ha ido asentando en las últimas semanas un escenario de desaceleración suave de la economía norteamericana, confirmando la tendencia observada en la reunión del mes pasado. Esto hace presumir que la tasa de referencia de la FED no sufrirá nuevos aumentos sustanciales en lo que resta del año.

Internamente, la actividad económica ha seguido en una trayectoria de aumento moderado en línea con un ritmo de crecimiento de alrededor de 6% en los siguientes ocho trimestres. Sin embargo, la composición ha sido algo distinta a lo previsto originalmente, con un comportamiento más dinámico de la demanda externa y uno más flojo del gasto interno. El aspecto positivo de este desarrollo, en cuanto a la inflación, es que se prorroga una situación de ausencia de presiones inflacionarias -sobre aquellos precios sensibles a la demanda interna- que permite compensar las presiones de costos derivadas de los aumentos en los precios internacionales de los combustibles. Como contraparte, sin embargo, esta menor aceleración de la demanda interna acarreará una recuperación más lenta del empleo.

Con todo, y al igual que en la reunión pasada, no existen antecedentes claros que sugieran un sesgo evidente de la política monetaria. Si bien es cierto algunos indicadores puntuales de desaceleración de la demanda interna -incluyendo los agregados monetarios y las cifras de importaciones de junio- podrían sugerir la opción de relajar, se mantiene una curva de rendimientos empujada y anclada a tasas de interés de largo plazo impedidas de bajar de sus actuales niveles por el contexto internacional. En esta situación, una reducción de la tasa de interés de política podría no tener mayores efectos sobre el nivel del costo del crédito doméstico y la demanda interna, aunque sí podría impulsar la demanda externa al promover una depreciación adicional del tipo de cambio real en la medida que sea percibida como sustentable por parte del mercado y que no pone en riesgo el objetivo inflación. Por el momento, no hay evidencia para señalar que una desaceleración de la demanda interna, respecto de lo previsto en mayo, lleve a una inflación subyacente muy por debajo en el curso del próximo año, tomando en cuenta los riesgos de efectos inflacionarios de segunda vuelta asociados a la situación de los precios de los combustibles. Por último, es posible que el gasto interno pueda reanimarse más sobre la base de medidas o políticas de carácter microeconómico que no están vinculadas a la política monetaria.

La opción alternativa de endurecer la política monetaria puede asirse de los efectos de primera y segunda vuelta sobre la inflación de los aumentos del precio de los combustibles y transporte, en un escenario de tipo de cambio que mantiene una trayectoria de depreciación y de una demanda interna que adquiere un ritmo más expansivo en la segunda mitad de este año. No obstante, no existen antecedentes que permitan anticipar tal trayectoria para el tipo de cambio ni tampoco una alteración de ritmo muy sustancial en el crecimiento de la demanda interna.

Finalmente, la mantención del actual nivel de la tasa de interés de política aparece como una opción de menor riesgo relativo."

Cada uno de los señores Consejeros vota a favor de la proposición de la División de Estudios.

A continuación, el Vicepresidente señor Marshall se refiere a lo planteado por el señor Le Fort señalando que sería interesante trabajar un escenario de cómo se distribuiría una relajación de la política entre tipo de cambio y tasa de interés, pensando que hay algunas tasas de interés que tienen mayor asociación con las tasas internacionales. Lo menciona, dice,



BANCO CENTRAL DE CHILE

porque como Banco, desde hace aproximadamente un par de años atrás, existe un estudio que indica que la tasa neutral de largo plazo en la economía es del orden real entre 3,5% y 4%. Recuerda esto, dice, porque realmente cree que se está en un proceso en el cual no se tiene certeza sobre ciertos parámetros en el escenario actual y si se revisa lo que ha pasado con la economía chilena en los ciclos anteriores y lo que pasa en este ciclo, es muy destacable que en los ciclos anteriores los datos sean muy diferentes: tendencia a fuerte apreciación, flujo de capitales fuertes, cifras fiscales distintas, tasas de interés más alta, niveles de inflaciones más altos, por tanto, era parte de una preocupación. El tema planteado, dice, no lo quiere asociar a la necesidad de incorporar un mayor impulso monetario ahora, porque no lo cree necesario. Estima que en las actuales condiciones ya se ha producido un mejoramiento de las condiciones monetarias, por lo tanto, acoge la proposición de la División de Estudios en este sentido. Insiste en que desea levantar el tema porque cree que hay que reflexionar sobre ese punto y cree que se debiera hacer una discusión más abierta.

Agrega el señor Marshall que si se toman cuarenta años de la historia de los países desarrollados y emergentes, una tasa real de largo plazo de 6,5% es absolutamente elevada para cualquier standard de la segunda mitad del siglo pasado. Señala que no existe país que tenga, por un período prolongado, una tasa de interés real de 6,5%, hecho que desea plantear en esos términos porque no se puede pretender ser el equilibrio de largo plazo, por cuánto tiempo, por lo tanto, no cree que sea el momento de tomar ninguna medida. Está también el tema de las tasas de interés internacionales, en qué medida éstas son un factor determinante y por tanto, si se optara por relajar la política monetaria, si eso se va a transmitir hacia el tipo de cambio o hacia las tasas de interés. Termina diciendo que para efecto de esta reunión, suscribe plenamente la proposición de la División de Estudios.

El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, dice estar completamente de acuerdo con el análisis realizado y con que no están dadas las condiciones para un movimiento de la tasa de interés en ninguno de los dos sentidos, pero quiere también aclarar que la preocupación que ha manifestado, en relación a la demanda agregada, no tiene que ver ni con la absorción de empleo que es importante, ni tampoco con el crecimiento de la economía, sino que precisamente con el objetivo fundamental del Banco Central que es mantener la inflación de tendencia entre el 2% y 4%. Agrega que sin una recuperación de la demanda agregada, la economía, por la situación de la política monetaria, va a llegar a una tasa de crecimiento inferior a la que está proyectada, de menor utilización como explicaba y por lo tanto, a una tasa de inflación por debajo del 2%, pensando que ese es un elemento de preocupación y uno de los riesgos que tiene que ser tomado en cuenta al tomar decisiones de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall solicita que su último comentario no sea incluido en la Minuta de esta sesión porque se trata más bien de materias de debate interno.

El Presidente desea hacer un par de comentarios sobre la intervención del señor Marshall, en el entendido que tampoco son para incluirlos en la Minuta y se refiere a que los países más desarrollados no han tenido tasas de interés reales altas, pero tampoco han tenido tasas de crecimiento altas y si se examina la historia del pensamiento económico, señala que hay una fuerte línea de pensamiento que dice que las tasas de largo plazo van a ser parecidas a las tasas de crecimiento, incluso esto se justifica con algún modelaje bastante sofisticado, de modo que si se quiere hacer la comparación de las tasas de períodos largos en términos reales entre países, probablemente se tenga que hacer una consideración también de las tasas de crecimiento de esa economía en el plazo largo. Por otro lado, dice, la coyuntura en este momento es una coyuntura un poquito distinta de las coyunturas anteriores y estima

Handwritten signature or initials in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

que la presentación que hizo el señor Marshall, al respecto, es muy ilustrativa, buena e interesante. Cree que demuestra, entre otras cosas, que las tasas de interés de salida de recesiones son, más que dependientes de la historia, dependientes de la coyuntura y que en algunos casos se ha salido con tasas bastante más altas y en otras circunstancias, probablemente, se tenga que salir con tasas bastante más bajas, pero las circunstancias de la coyuntura son las que van determinando la tasa de interés de política monetaria, que representa una mejor fórmula de enfrentar la salida de la crisis. De hecho, dice, cree que el Banco Central ha sido capaz, en esta crisis, de salir con tasas de interés más bajas que las anteriores, porque se ha dado un margen mayor de flexibilidad cambiaria, estando ahora en un régimen mucho más cómodo para analizar opciones de combinaciones, tasa de interés, tipo de cambio y otros elementos de la economía que pudieran ser de más o menos estímulo. En ese sentido, dice haber entendido el comentario del señor Marshall: más que en el sentido de dar un mensaje de que hay que bajar la tasa, en el sentido de la combinación de políticas, que pueda ser más apropiada para manejar una situación de coyuntura como la actual.

En consecuencia, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**07-01-000711 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo 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 permanecen inalterados.**

Finalmente, el Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

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

En esta reunión se analizó la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como punto de referencia el Informe de Política Monetaria de mayo último.

Los antecedentes examinados indican que la demanda interna, la actividad económica y el empleo evolucionan en una trayectoria de crecimiento moderado, sin riesgo significativo para la mantención de un ambiente de estabilidad de precios y coherente con las proyecciones de crecimiento económico en torno a 6% para los próximos dos años, según lo señalado en el Informe de mayo.

Esta situación se ha visto confirmada por la estabilidad de la evolución de las mediciones de inflación subyacente. Paralelamente, en las últimas semanas las condiciones monetarias se han tornado algo más expansivas, tomando en cuenta la evolución reciente de las tasas de interés de mercado y del tipo de cambio.

En el ámbito externo, la volatilidad de los mercados financieros internacionales ha tendido a atenuarse y los antecedentes recientes son coherentes con el escenario de ajuste gradual de la economía norteamericana y la perspectiva de un aumento acotado de las tasas de interés internacionales.

Handwritten signature in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, los precios internacionales de combustibles persisten en niveles elevados, por encima de lo que reflejan los precios internos, lo que presenta el riesgo de nuevos aumentos de estos últimos.

La consideración de todos estos elementos en su conjunto ha llevado al Consejo a no modificar en esta ocasión la tasa de interés de política monetaria. El Consejo estima oportuno reiterar su ineludible compromiso con la estabilidad de precios, esto es, una inflación centrada en 3%, dentro de un rango de 2% a 4% anual. Ello requiere que la política monetaria mantenga la flexibilidad necesaria para enfrentar oportunamente los riesgos que, en cualquier dirección, se vayan presentando en la consecución del mencionado objetivo."

El Consejo analiza el texto del comunicado y lo aprueba.

Se levanta la Sesión a las 17,40 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



PABLO PINERA ECHENIQUE  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

4  
2/2



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 8  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 9 y 10 de agosto de 2000

---

En Santiago de Chile, a 9 de agosto de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica,  
don Pablo García Silva;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Inicia la Sesión el Presidente cediendo la palabra al Gerente de División de Estudios para que presente el informe de política monetaria.

A continuación, el Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, presenta el siguiente informe:

- Desde mayo último a la fecha, la economía chilena se ha movido por una senda de crecimiento moderado y estabilidad de precios. Las mediciones de la inflación subyacente han mostrado una leve disminución y al igual que en mayo último se mantienen bajo el 3% anual. La inflación medida por el IPC experimentó un incremento entre mayo y agosto por el impacto de los precios vinculados al petróleo, la energía y el transporte, pero no hay evidencia de un incremento en la tasa de variación del resto de los precios a nivel del consumidor. Por el contrario, la inflación subyacente ha evolucionado levemente por debajo de las proyecciones previas. Algo similar ha ocurrido con el ritmo de crecimiento de los



BANCO CENTRAL DE CHILE

salarios nominales, que se ha mantenido prácticamente estable a pesar del incremento de la inflación total. Sólo los precios mayoristas presentaron un incremento en igual período, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio y la evolución del precio del petróleo y otras materias primas importadas.

- La actividad económica mundial ha continuado evolucionando satisfactoriamente y las perspectivas para los próximos dos años son promisorias y favorables para el crecimiento de la economía chilena y sus exportaciones. Se espera que el ritmo de crecimiento global alcance a 4,6% anual durante el 2000, algo superior a la expectativa de mayo último, y las proyecciones de crecimiento de la demanda mundial en los próximos ocho trimestres son levemente superiores al 4% anual, equivalentes a las que se avizoraban en mayo último. Asimismo, se ha reforzado la probabilidad de un escenario de convergencia gradual del crecimiento de la economía de EE.UU., lo que afirma la proyección el crecimiento global y la estabilidad de los mercados financieros internacionales. En este contexto de dinamismo, se proyecta que los términos de intercambio de la economía chilena crecerán en torno a 7% en los próximos dos años, anticipando que el precio promedio del cobre alcanzará a los 95 centavos de dólar la libra hacia el final del período de proyección.
- Las condiciones de financiamiento internacional han mejorado levemente respecto de lo que se observaba en mayo último. Los premios soberanos de economías emergentes, incluyendo el de la economía chilena, han presentado una disminución en este período y lo mismo ha ocurrido con las tasas de interés internacionales de largo plazo. Sin embargo, la mejoría es leve, la liquidez internacional continúa siendo estrecha y no se esperan mejoras significativas para los próximos trimestres. Se esperan aumentos de las tasas de interés internacionales de corto plazo en lo que resta del año, como consecuencia de condiciones monetarias más restrictivas en las economías industrializadas y la continuación de un mayor grado de volatilidad en los mercados de capitales internacionales que mantendrá elevados los premios de financiamiento pagados por las economías emergentes. La suma de estos factores implica que el costo del crédito externo para las empresas nacionales continuará elevado, lo que limita la velocidad de recuperación de la inversión y la demanda interna.
- No hay cambios relevantes en las perspectivas para la inflación internacional. Aunque se espera un incremento respecto de lo observado en 1998 y 1999, esto se dará dentro de límites moderados que no ponen en riesgo la estabilidad alcanzada en los últimos años. La inflación externa medida en dólares experimentará un aumento mayor como consecuencia de la expectativa de depreciación de esta moneda en los mercados internacionales, conforme el crecimiento mundial se torna más equilibrado entre Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas.
- El precio internacional del petróleo mostró un aumento significativo entre mayo y junio, situándose sobre los 30 dólares por barril por encima de las proyecciones señaladas en el informe de mayo último, pero desde principios de julio hasta la fecha de cierre de este informe este precio disminuyó significativamente hasta los 27 dólares por barril. El escenario base en este informe supone que el precio internacional del crudo se situará en torno a este valor en los próximos trimestres, con una leve tendencia descendente en el 2001 y 2002, con precios promedio de 25 y 23 dólares el barril respectivamente, acorde con las proyecciones de mercado. Esta trayectoria está por encima de la trayectoria señalada en el informe de mayo. A su vez, los precios internos de los combustibles se encuentran alineados con sus equivalentes externos y desde una perspectiva de mediano plazo no se anticipan cambios significativos en el precio de los combustibles respecto de sus valores recientes, sino una leve tendencia descendente en línea con las proyecciones de precios internacionales.

44  
349



BANCO CENTRAL DE CHILE

- En Chile, las condiciones monetarias también se han tornado más expansivas desde mayo último a la fecha. Si bien la tasa de interés de política monetaria se ha mantenido estable desde marzo en 5,5% (UF), las tasas de interés internas de mediano y largo plazo mostraron una disminución relevante entre mayo y julio, coherente con los desarrollos señalados en los mercados financieros internacionales y la moderación de las expectativas privadas respecto del ritmo de crecimiento de la demanda y de eventuales aumentos de la tasa de política monetaria. En los últimos diez días previos al cierre de este informe, las tasas de interés a tres meses habían descendido cerca de treinta puntos base respecto de la situación observada en mayo, alineándose con la tasa de política, mientras que las tasas de largo plazo alcanzaron niveles de 6,2% (UF) en el caso de los pagarés a 8 años del Banco Central, casi 40 puntos base por debajo de los niveles alcanzados en mayo último. A su vez, el recargo pagado por las empresas privadas sobre las tasas de interés de instrumentos del Banco Central también se ha moderado en los últimos meses, aunque permanece por sobre su promedio histórico. Estos desarrollos han contribuido a disminuir el costo del crédito interno e impulsar un mayor dinamismo a la recuperación de la inversión privada que debiera hacerse efectivo en los trimestres venideros. Las proyecciones que se presentan en este informe se basan en el supuesto de trabajo de que la tasa de política monetaria permanece fija en su nivel actual de aquí al final del horizonte de proyección, el tercer trimestre del 2002.
- Los agregados monetarios muestran un crecimiento positivo a lo largo de los últimos cuatro meses, una vez descontados los factores estacionales, aún cuando su velocidad de expansión resulta inferior a la del producto. En efecto, la trayectoria de los agregados monetarios tiene una coherencia mayor con la evolución de la demanda interna, en particular el consumo privado y las ventas del comercio. Por su parte, el crédito financiero doméstico al sector privado muestra un incremento más elevado que el de los agregados monetarios, a pesar de la nula expansión que presenta la inversión en el período reciente. Esta situación refleja el mayor uso de financiamiento interno en lugar de externo por parte de las empresas nacionales. Cabe destacar que las colocaciones de consumo no muestran un repunte en el período reciente.
- Desde mayo hasta la fecha el peso se depreció cerca de 6% con relación al dólar y al conjunto de monedas principales que se incluyen en el tipo de cambio multilateral (TCM5). La diferencia entre ambos es consecuencia de la depreciación que experimentó el euro respecto del dólar en igual período. Así, en los 10 días hábiles anteriores al cierre de este informe el valor promedio del TCM5 se situó en 122,9 (base enero 1998=100), mientras que el dólar observado promedió \$554. La depreciación del peso respondió a la moderación de las expectativas sobre aumentos de la tasa de política que prevalecían hasta fines de mayo, frente a un ritmo de evolución más pausado del crecimiento económico y la inflación junto a la persistencia de una situación de relativa escasez de financiamiento externo. Un factor adicional de depreciación lo constituyó la disminución de las tasas de interés en pesos en respuesta a los menores registros mensuales de inflación y su impacto sobre la variación de la UF. Estos factores compensaron el mejoramiento en las condiciones de los mercados financieros internacionales que se observó en igual período. A su vez, los precios de futuros en los últimos 10 días hábiles antes del cierre de este informe eran coherentes con una depreciación del peso en los próximos 12 meses, de 3,2% respecto del dólar y de 4,9% respecto de la canasta de monedas principales (TCM5).
- El escenario base contenido en este informe supone que el tipo de cambio nominal evoluciona sobre una trayectoria intermedia entre aquella implícita en los precios de futuros y la compatible con un tipo de cambio real estable. Esto significa una depreciación del tipo de cambio real del orden de 1,0% dentro del horizonte de proyección respecto del valor promedio observado en lo que va corrido del tercer trimestre de este año. Sin embargo,



tomando como referencia la evolución de mediano y largo plazo del tipo de cambio real y su conexión con los fundamentos de la economía, se estima que la probabilidad de una apreciación respecto de los valores recientes es mayor que la probabilidad de una depreciación adicional. Con todo, la evolución reciente del peso imprime mayores presiones sobre la inflación, tanto por su impacto sobre el costo de los bienes e insumos importados y las tarifas de servicios regulados, como por su impacto sobre la demanda externa neta y el producto.

- Se mantiene la perspectiva de una orientación restrictiva de la política fiscal dentro del horizonte de proyección. Esta evolución es coherente con la Ley de Presupuesto aprobada para el año 2000, la que impone un techo de 3,6% al crecimiento del gasto público en igual período, y con la intención señalada por las nuevas autoridades de gobierno de recuperar paulatinamente un superávit fiscal de 1% del PIB hacia fines del período de proyección. Si la carga tributaria se mantiene inalterada, será necesario que el gasto público crezca por debajo del PIB en los próximos dos años. Las autoridades respectivas han anunciado la intención de realizar un ejercicio de proyección plurianual del gasto del gobierno central, lo que constituirá una pieza de información relevante para evaluar la trayectoria de la política fiscal de los próximos años.
- Durante el primer semestre del año, la economía chilena ha continuado en una trayectoria de recuperación. El PIB aumentó en 5,5% anual el primer trimestre del presente año y en torno a 6% anual en el segundo trimestre. La demanda interna también continuó la senda de recuperación que se había iniciado en el primer cuarto del año, observándose un significativo crecimiento en las compras de durables, la reposición de inventarios y las exportaciones. Sin embargo, la inversión fija aún no muestra una recuperación global y el resto del consumo privado muestra una trayectoria plana con relación al trimestre anterior. La ocupación, medida sin efectos estacionales, se mantuvo prácticamente estable a lo largo de los últimos meses, al igual que la tasa de desempleo, aún cuando el empleo privado ha continuado aumentando y sustituyendo la ocupación en los programas especiales de empleo. Los indicadores disponibles señalan que una menor velocidad de recuperación a través de la primera parte del presente año, ha compensado el excepcional ritmo de crecimiento que se observó a fines del año pasado. Sin embargo, la velocidad promedio de expansión de la economía a través de los últimos doce meses es coherente con los fundamentos de la economía y con procesos anteriores de recuperación.
- Se espera que el crecimiento del PIB se sitúe en torno a 6,5% anual en los próximos ocho trimestres. Esto implica un crecimiento alrededor de 5,7% el 2000, levemente inferior al crecimiento proyectado en mayo último, y 6,5% el 2001 y 2002, algo superior al crecimiento proyectado previamente. La demanda interna, por su parte, crecerá a un ritmo promedio cercano al 8% anual en el 2000, levemente inferior a lo presupuestado previamente, compensado por un mayor dinamismo de las exportaciones, y en torno al 9% en el 2001 y 2002.
- El empuje del consumo privado continúa negativamente afectado por el alto nivel de desempleo que aún se observa en la economía, el mayor nivel de endeudamiento de los hogares como proporción de sus ingresos, a lo que se suman aspectos de regulación que han tendido a reducir el volumen de los créditos de consumo. El dinamismo de la inversión se ve resentido por los excedentes de capacidad instalada, la contracción prevista para la inversión pública y el impacto inercial del mayor costo del crédito interno y externo. Además se agrega la aplicación de una política de austeridad fiscal. Estos factores son

h  
g



compensados por condiciones monetarias más expansivas que en el promedio de la década pasada y por un mayor crecimiento de la demanda externa.

- Sin embargo, en el margen las condiciones se han tornado más favorables para el crecimiento de la demanda total. Por una parte, la mejora en las perspectivas de actividad internacional y de términos de intercambio permiten un impulso adicional para el crecimiento de la demanda externa dentro del horizonte de proyección, a lo que se suma el empuje de la depreciación acumulada por el tipo de cambio real. Por otra parte, aunque las perspectivas de recuperación inmediata de la inversión son débiles, la reciente disminución de las tasas de interés de largo plazo favorece sus proyecciones futuras y, en particular, las de la construcción. A su vez, la reanudación de la trayectoria de aumento del empleo permitirá un mejoramiento de los índices de confianza de los consumidores y del flujo de sus ingresos facilitando la recuperación del consumo privado.
- El crecimiento de la oferta agregada en los próximos dos años se verá negativamente afectado por la caída que experimentó la tasa de inversión entre 1998 y 1999 y la débil recuperación prevista para el presente año. En este resultado también incidirá el menor crecimiento esperado para la minería en los próximos dos años, del orden del 2% anual en lugar del 9% promedio que se observó en el período 1995 a 1999. Cabe destacar el elevado crecimiento que ha registrado la productividad laboral a lo largo del último año.
- Con relación al comportamiento futuro de la inflación, las perspectivas de mediano plazo, esto es de 12 a 24 meses, se mantienen estables en torno al 3% anual. Las holguras de capacidad en los mercados internos serán el principal factor de contención de las presiones inflacionarias durante los próximos dos años, las que compensan el mayor empuje proveniente de la demanda y de los precios importados.
- Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es desde el segundo trimestre del 2000 hasta el tercer trimestre del 2002. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre respecto de igual período del año anterior. Se presentan proyecciones para el índice de precios al consumidor (IPC) y el índice que excluye las variaciones de precios de combustibles, frutas y verduras (IPCX) como una medida de la inflación subyacente. Al tercer trimestre del 2001, se espera que la inflación medida por el IPCX se sitúe en torno a 3,1% anual (promedio trimestral), al igual que la inflación total medida por el IPC. En los cuatro trimestres siguientes, la disminución esperada en los precios vinculados al petróleo permitiría una disminución adicional de la inflación del IPC total, en torno a 2,6% anual, mientras que la inflación del IPCX se ubicaría en promedio en torno a 2,8% anual. En el corto plazo, es probable que se produzca un repunte adicional de la inflación medida en doce meses, tanto del IPC como del IPCX, por el efecto de arrastre de las alzas de precios específicos que se produjeron en los primeros meses del año, una normalización de los precios de productos perecibles, así como por posibles ajustes sobre las tarifas del transporte colectivo. La proyección central de la inflación promedio del IPCX en el cuarto trimestre del 2000 es de 3,5% anual, levemente por debajo de la señalada en mayo último, mientras que la del IPC es de 4,5% anual, tres décimas por encima de la proyección de mayo por el efecto conjunto de combustibles y perecibles.
- En comparación con las proyecciones de mayo último, la proyección de inflación total medida por el IPC es superior a la anterior en el corto plazo como consecuencia del mayor aumento de los combustibles y precios regulados. La evolución de la inflación IPCX es similar, a pesar del mayor aumento de la inflación de servicios con tarifas reguladas, lo que revela una trayectoria más moderada del resto de los precios. La trayectoria de mediano



BANCO CENTRAL DE CHILE

plazo de la inflación subyacente es similar, mientras que la proyección de la inflación del IPC es menor a la anterior porque los precios de combustibles disminuyen hasta un nivel similar de mediano plazo, pero partiendo desde un nivel superior.

- El balance de riesgos también es relevante para la evaluación de la política monetaria. En términos gruesos, se estima que los riesgos para la proyección de la inflación están inclinados negativamente, reconociendo que existe un margen de variabilidad relevante que podría implicar cambios en la orientación futura de la política monetaria en uno u otro sentido. De los riesgos que se señalaban en mayo último, la probabilidad de una desaceleración más rápida de lo previsto de la economía norteamericana y la continuación de la volatilidad en los mercados financieros externos ha tendido a disminuir. Asimismo, los riesgos de propagación de los aumentos de precios vinculados al petróleo se estiman menores a la luz de lo que ha sido el comportamiento de la inflación efectiva. Por otra parte, tomando en consideración la evolución reciente de los indicadores de demanda interna, se estima un riesgo mayor de que el crecimiento económico pueda llevar una recuperación más lenta de lo previsto, que retardaría su impacto sobre la inflación. Cabe señalar que este riesgo no está basado en la evolución reciente de los fundamentos de la economía, que por el contrario han tendido a mejorar marginalmente, sino en una extrapolación de los antecedentes más recientes. Por esta razón, se estima que éste es un riesgo latente, pero no existe evidencia suficiente para modificar la proyección central respecto de la velocidad de recuperación de la economía. Finalmente, se estima que los riesgos de una depreciación adicional del tipo de cambio son menores a los riesgos de apreciación. El impacto de estos riesgos particulares, además de otras fuentes habituales de variabilidad, está reflejado en los intervalos de confianza que acompañan a la proyección central de la inflación, para el IPCX y el IPC. Si se diera el caso de aquellos escenarios en que la proyección de inflación se aleja sostenidamente del 3% anual, sería necesario ajustar la política monetaria con el fin de estabilizar su trayectoria prevista en torno a la meta.
- En conclusión, se estima que la actual orientación de la política monetaria es coherente con una trayectoria de la inflación de tendencia en línea con la meta de mediano plazo, a la vez que el crecimiento económico se sitúa en torno a 6,5% anual en los próximos dos años. La política monetaria mantendrá la flexibilidad necesaria para preservar un ambiente de inflación baja y estable, condición necesaria para mantener un crecimiento vigoroso y sostenido de la actividad económica y el empleo.

El Presidente se refiere a la tasa de crecimiento que se observa debilitada en el corto plazo, pero afianzada en el plazo más largo, señalando que el promedio da más o menos lo mismo que el resultado de antes y consulta cómo se obtiene.

El Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, señala que eso tiene mucho que ver de cómo han ido evolucionando las condiciones de la economía y el entorno externo. El punto, dice, es que hoy día existen tasas de interés más bajas y tipo de cambio más depreciado, lo cual anticipa una recuperación de la demanda en algún plazo inferior, con más fuerza de lo que sería el caso si es que estas condiciones estuvieran más apretadas. Por una parte, señala, las condiciones de hoy día son más expansivas como una respuesta a una evolución del gasto que hace unos meses se ha ido desacelerando y por otro lado, la demanda externa que es dinámica todo el tiempo, permite sostener un crecimiento que aun cuando para el año 2000 aparece un poco más bajo, está bastante cerca de lo que siempre se proyectó para el año y su conjunto.



El Gerente de la División Internacional, señor Le Fort, señala que desea contribuir a la discusión, acentuando aquellas partes en las cuales no está de acuerdo con este diagnóstico y su primera pregunta es si se ha aprendido algo respecto de lo que se ha observado recientemente de las vigentes en la economía. Cree, dice, que tiene que ver con lo que estaba preguntando recién el Presidente y piensa que hay dos formas de aproximarse a eso. Una es decir, "nuestro modelo tiene razón y a la larga la realidad se va a ajustar a lo que estamos proyectando, y por lo tanto, la recuperación está desarrollándose como se esperaba" y la otra es decir, "hay algunas cosas que no estamos incorporando en el modelo que explican que la recuperación sea más lenta y que hacia adelante el ritmo de aceleración no va a ser tan alto como se esperaba". Señala el señor Le Fort que desea defender un poco la segunda posición, porque cree que lo que se proyectó en el informe de política monetaria a inicios de año, era una expansión más rápida de la economía y fundamentalmente una expansión más rápida de la demanda interna de lo que se ha visto hasta aquí. Con motivo del desempleo y los problemas de confianza, se ha observado una demanda agregada menos dinámica y que posiblemente esos problemas puedan seguir arrastrándose. La demanda externa, dice, ha tenido una evolución tremendamente favorable y probablemente continúe siendo similar, por lo tanto, no va a ser éste un factor de cambio en las condiciones de la actividad.

Manifiesta el señor Le Fort que el análisis que se ha visto hasta aquí muestra que la salida de esta recesión no ha sido muy distinta a las anteriores, pero para ello se está mirando una continuación de cuatro trimestres que tienen bastante diferencia entre sí, que de acuerdo a los gráficos son separados en dos períodos distintos. El primero, da un rebote de recuperación bastante más rápido de lo esperado que fue lo que se comentaba hacia fines del año anterior y que incluso fue razón utilizada para subir las tasas de interés en enero, porque la recuperación de la economía venía muy fuerte. Esa recuperación tenía un elemento transitorio como se ha probado, derivado de la reversión de choques negativos de oferta, que crearon condiciones más favorables hacia la segunda parte del año 1999. Como ello no se repite se ve una especie de quiebre al comparar la recuperación en los dos últimos trimestres de 1999 con la recuperación que sigue a los dos primeros del año 2000. Estima que es importante considerar en la extrapolación del crecimiento para la segunda parte del año 2000.

En segundo lugar, cree el señor Le Fort que las recuperaciones que se están comparando tienen características distintas. La primera recesión en 17 años, fue la de 1999 y no la de 1990. En 1990, señala, el producto prácticamente no cayó, se desaceleró, se mantuvo el nivel, ahora, en cambio, el producto cayó en un 1,1% y en algún momento puntual, al comparar trimestre a trimestre, la caída fue mayor. Es posible que se debiera esperar, en circunstancias que se ha dado una recesión como ésta, que se han generado gaps más importantes entre capacidades de producción y de utilización, una recuperación más rápida. Piensa que eso estuvo incorporado en las expectativas del Banco y en las expectativas del mercado, pero no ha estado presente en la recuperación efectiva. Es de opinión que eso también se debe tomar en cuenta como para medir qué tan rápido ha sido el ritmo de recuperación. Cree ser un poco escéptico en el sentido de que la recuperación se vaya a acelerar, piensa que hay razones para serlo en la evolución reciente de la economía.

El otro punto que estima importante mencionar es que se debería también aprender algo de la evolución de la inflación subyacente en el 2000. Esta, dice, no se ha incrementado como se esperaba, no ha existido un impacto de aceleración de la misma y se

h  
guy



mantiene por debajo de lo que había sido originalmente proyectado. Hay cosas que no han sucedido, no ha habido propagación de los efectos del petróleo sobre otros bienes, no ha habido efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre los bienes transables, de hecho, hay precios de bienes transables que siguen cayendo, como por ejemplo, vestuarios y equipamiento del hogar. Probablemente eso tiene que ver con los márgenes de comercialización que tampoco se han recuperado como se esperaba y consulta si esto tiene que ver únicamente con la lenta recuperación de la demanda o hay un problema de gaps mayores entre capacidad y utilización que los que se anticiparon anteriormente. El señor Le Fort cree que ésta es también una pregunta relevante que podría ayudar a aprender en el sentido de tener una visión del futuro un poquito distinta que la que se presenta en este diagnóstico.

A continuación, el Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, dice tener un par de comentarios que tienen que ver con algunos supuestos principales que están en el escenario base, en los dos cuadros de anexo que están después del resumen y luego en cómo esos supuestos se traducen a la proyección de inflación en particular, que ha sido presentada y que está en los mismos cuadros.

En primer lugar, cree que hay riesgos importantes en las proyecciones de alguno de los supuestos y al decir riesgo no sabe exactamente si es simplemente la media o el número puntual de proyección con el cual tiene algunas dudas, o si la distribución cree que está sesgada hacia arriba o hacia abajo en la variable correspondiente, pueden ser ambas cosas. Con una variable que le gustaría partir, que es un riesgo en un sentido favorable, es que la proyección de inflación externa relevante crece muy fuertemente entre el período que se conoce, 1999 menos 1,3%, en la segunda columna de la segunda página del cuadro, a 1,7% el año 2000 y luego a 2,4% el 2001 y a 4,2% el año 2002. Aparentemente, dice, por lo que explicó el señor Herrera, detrás de eso está un supuesto de depreciación del dólar básicamente frente al euro. Sin embargo, como existe una alimentación desde esa inflación externa relevante en dólares hacia el IPC, podría haber un link ahí importante, que no sabe si necesariamente es realista esta proyección porque existe un riesgo que esa devaluación del dólar no se produzca y no está claro si es que existe un traspaso a los precios en marcos o en euros o en yen de la devaluación correspondiente y luego a los precios domésticos chilenos. Señala que existen varios estudios recientes que muestran que los coeficientes de traspaso, entre las monedas duras hacia precios transables, son muy bajos, especialmente en movimientos de alta frecuencia como puede ser dentro de un año, un año y medio o dos años. Esa es una duda. Si fuese más baja la inflación externa relevante, habría menos presión inflacionaria y por lo tanto, sería favorable.

Una segunda variable que va en sentido opuesto es que el escenario base - y cree que eso es consistente perfectamente con los precios futuro que hoy día se observan del precio petróleo - proyecta una declinación gradual en el precio del petróleo. Respecto de eso, señala tener un poco de temor de equivocarse como se han ido equivocando, sistemáticamente en los últimos doce meses, tanto los analistas internacionales como los analistas dentro y fuera del Banco Central, en el sentido de ser más optimistas como importadores de petróleo respecto de la trayectoria del precio del petróleo y por tanto, cree que ponderaría quizás un poco más fuertemente el último precio observado o los últimos meses de precio observado y un poco menos el precio futuro que cree que casi literalmente está en la proyección de US\$ 25 y US\$ 23 para los siguientes dos años. Eso por supuesto implicaría una corrección hacia una situación un poco más pesimista.

En relación al crecimiento del PIB potencial y efectivo, el señor Schmidt-Hebbel coincide plenamente con lo que acaba de decir el Gerente de la División Internacional

hp  
Gy



respecto de sus temores de eventual sobrestimación. Dado un PIB efectivo, un crecimiento del PIB potencial relativamente alto, como el que se proyecta en torno a 6% para el mediano plazo, implicaría menor inflación porque implicaría una mayor expansión de la oferta agregada. Si es que se ajustara eso algo hacia abajo, ciertamente eso implicaría mayor presión inflacionaria que la que el informe consigna. Eso en cuanto a supuestos. En cuanto a resultados, una variable que le llamó mucho la atención es la proyección del IPC resto. El IPC resto, dice, debe ser en torno al 70% de la canasta o algo así, 80% de la canasta, con mayor razón entonces su punto y es que acá lo que se proyecta desde el año 1999 al 2000 es una caída muy fuerte en la inflación del IPC resto de 4,8% en 1999 a 2,1% el año corriente. Eso va, y no es sorprendente, en el sentido contrario de lo que pasa con el IPC total que sube 3,3% a 3,9% medido de la forma de doce meses, cuatro trimestres, o en todo el año. La caída es de 4,8% a 2,1%, que le parece muy elevada y eventualmente refleja muy poco traspaso de evaluación e implica, a su vez, muy pocos efectos de segunda vuelta, más allá de los efectos sobre los precios regulados que están fuera del IPC resto y más allá de los combustibles que también están fuera del IPC resto. Entonces, su pregunta acá es si es que efectivamente no se estarían, eventualmente, subestimando las presiones para el segundo semestre de este año y para el 2001 también, de segunda vuelta, tanto del alza del dólar como las presiones del precio petróleo sobre otros precios a través de reajustes, indirectamente a través de salarios. Hay que pensar, dice, que los ocho trimestres en los cuales se proyecta un precio interno de combustibles muy elevado, recién cuatro de esos han pasado, los ocho trimestres que parten el año 1999, tres se terminan el 2001, segundo trimestre, implican variaciones anualizadas del 25%, 20%, terminan en 8% el 2001 segundo trimestre, y recién después de un rezago significativo que pueden ser seis meses, se tendría efecto de segunda vuelta a través de reajustes, a través de salarios en forma indirecta, sobre el IPC resto y por tanto, anticiparía que esas presiones existirían en el futuro y recién se están empezando a manifestar ahora.

Manifiesta el señor Schmidt-Hebbel que existe una evidencia muy fuerte de lo anterior y cree que está subestimada en el informe, aunque se consigna el valor numérico, pero no se toma en consideración en el análisis que la inflación subyacente no transable ya es muy elevada a agosto. La cifra que se indica, 5,6% de inflación subyacente no transable, le parece extremadamente elevada y quizás un signo de estos efectos de segunda vuelta, más allá de los combustibles, más allá de la locomoción colectiva.

Finalmente, en otra variable que cree que también existe un sesgo hacia subestimar el eventual impacto inflacionario sobre el IPC es todo el tema del IPM. En el IPM, dice, se consigna efectivamente el elevado aumento de 13,5% en un año, sin embargo, después de consignarse eso en la página 6 de la correspondiente sección se dice: "no obstante se debe enfatizar que existen diferencias sustanciales entre el IPC y el IPM, lo que no hace posible anticipar traspaso desde la inflación de los precios al por mayor hacia los precios del consumidor". El señor Schmidt-Hebbel difiere completamente con decir que el traspaso es 0. Señala que hay una nota que preparó Raimundo Soto, hace mucho tiempo atrás, con inflación hasta noviembre, en la cual él estima la correlación, la causalidad entre IPC e IPM y llega al resultado exactamente contrario. El traspaso no es uno a uno, especialmente cuando se está en presencia de una evaluación del tipo cambio real, la evaluación de este tipo de cambio real tiene que reflejarse en aumento la relación IPM-IPC, porque IPM-IPC es una aproximación del tipo de cambio real, pero siempre igual si es que hay un cierto traspaso ahí y por tanto, lo que hay que comparar ciertamente es cómo la evaluación real se compara con la evaluación de IPM-IPC. Si IPM-IPC excede de la evaluación real que en los otros indicadores alternativos tiene el tipo de cambio real, se debiera pensar que parte de eso se traspasa al IPC.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, considera que en general la presentación de la División de Estudios tiene un sesgo optimista y ese es el sentido, dice, de los tres o cuatro comentarios que hará a continuación. Cree que la pregunta de fondo es por qué Chile no está hoy día en un proceso claramente por sobre lo esperado, por qué no está en el carro del boom de la expansión de la economía mundial. A su juicio, ésa es la pregunta que debe haber acá. Aquí, dice, uno se conforma diciendo que la demanda externa ha sustituido la demanda interna, pero eso está bien cuando se está en pleno empleo. Lo que debería observarse ahora es la demanda interna comportándose normalmente y además de eso una recuperación más rápida dada por la demanda externa. En la práctica, comenta, lo que se debería haber observado es una demanda interna razonablemente dinámica y por sobre eso decir “en realidad, como el mundo está creciendo mucho y es un boom en la economía mundial, la demanda externa nos está ayudando un poco más, o sea, vamos a salir más rápido”. A su juicio, dice, aquí hay un dato que es muy relevante. Se estaba diciendo, en mayo, que la demanda interna del año 2000 iba a crecer en 9,6% y ahora se está diciendo que va a crecer al 8%; se está corrigiendo hacia abajo la demanda interna de este país de 9,6% a 8% y ese no es un dato menor y eso es lo que hay que explicar. La explicación de la demanda externa, reitera, personalmente no le satisface, porque una economía que tiene cierta holgura cree que debiera tener mayor dinamismo. El comentario de decir “en realidad la política monetaria tiene que preocuparse del PIB como total, porque eso es lo que presiona los recursos domésticos”, está bien, pero analíticamente se debe explicar qué pasó del 9,6% al 8%. Manifiesta que no está diciendo que la política monetaria debe gobernar la demanda interna, sino que analíticamente existe ese desafío. Agrega que la política monetaria debe buscar el equilibrio entre la presión general sobre los recursos y eso es el PIB total, pero analíticamente, a su juicio, existe un desafío un poquito complicado, que es el desafío además en que está el país entero. El país está buscando explicación de qué es lo que está pasando y aquí se dice que no está pasando nada, en esto encuentra que el informe es un poquito optimista.

Enseguida, el señor Marshall se refiere a que existe una dificultad que hay que discutir y que viene dada porque efectivamente hubo una recuperación rápida en el tercer y cuarto trimestre del año pasado y ha habido una recuperación muy lenta en el primer y segundo trimestre de este año, existiendo después la recuperación hacia adelante que se mantiene relativamente optimista. Los últimos meses, dice, efectivamente muestran un ritmo de crecimiento de la demanda más lento de lo que es el período de cinco trimestres en su conjunto. Cuando se toma cinco trimestres en su conjunto, tiene dos buenos y dos malos. La pregunta es: el último trimestre y medio, los cuatro meses, tienen una información peor, esa información vale tanto como vale, por ejemplo, los últimos cuatro de la proyección a 24 meses? o esos cuatro últimos meses valen más como información relevante? A su juicio, valen más y se debe discutir si esos cuatro meses contienen información adicional y aquí se encuentra con hay un par de discusiones en las cuales tiene una leve diferencia. Manifiesta que tiene la impresión que, dada toda la información, la duda es si este mayor aquietamiento de la economía en los últimos meses es algo que va a persistir o es algo muy pasajero y esa es la pregunta que hay que hacerse. Que hay un aquietamiento, lo hay. La respuesta de decir no, es que en realidad esta es la compensación de lo anterior, lo anterior fue muy rápido, está bien, es una buena respuesta, pero no despeja todas las dudas porque decir “en realidad ahora estamos mal porque antes estuvimos muy bien”, siempre hay una duda respecto al potencial, esta economía puede irse al 6%, entonces, el hecho que esté creciendo al 1% no lo deja del todo satisfecho, y se debe, por lo tanto, explicar por qué se está creciendo al 1%. Frente a eso, decir que las proyecciones a 24 meses son mejores, posiblemente esté bien, pero las proyecciones a 24 meses tienen elementos de los que planteaba el Presidente, y en ese sentido comparte que el modelo tiene elementos incorporados de retorno a un cierto equilibrio.



BANCO CENTRAL DE CHILE

De hecho, agrega, el informe de mayo tenía incorporado una tasa de PRC8 del orden de 6,2%, entonces, ya las proyecciones de mayo estaban con tasas largas mucho más bajas, se asumía credibilidad. Es cierto, dice, que las condiciones monetarias son más expansivas, pero no son tanto más expansivas respecto de lo que estaba el modelo, por lo que tiene la impresión que lo que está pasando es que el modelo tiene un efecto de economía mundial muy grande, pero lo que el modelo tiene es un rezago en la recuperación y el modelo naturalmente vuelve a un cierto equilibrio definido de alguna manera y piensa que ese es un factor que empuja, cree que hay condiciones monetarias más expansivas, pero no cree que eso es lo que esté explicando el aumento posterior. La pregunta es si hay un elemento de menor dinamismo en la reactivación actual. En ese sentido la variable que seguiría es la relación precio/ utilidad de los ADR. Tomar la relación precio/utilidad de América Latina da una indicación de la condición externa, porque las tasas de interés, desgraciadamente para comparaciones de toda la década, no dan que en estos momentos se esté en una situación de restricción de liquidez muy significativa. Las tasas de interés internacionales, hoy día, son más parecidas a lo que eran año 1994. Cree que hay razones por el consumo interno que han sido ya mencionadas en varias ocasiones, endeudamiento, factores de riesgo, factores de ciclo, desempleo, cree que hay otros factores que ayudan a explicarse, pero que hay explicaciones para que la actividad esté algo menor en este ciclo.

El señor Marshall se refiere a dos puntos más señalando que si se considera que el tipo de cambio de equilibrio se va moviendo, hay que considerar que la tasa de interés de equilibrio también se va moviendo, si se tiene una noción de equilibrio general no puede moverse una variable y no moverse la otra y si se considera, como dice el señor Herrera, de que aquí no hay factores externos financieros que anden gobernando el tipo de cambio, sino que son más bien factores internos, lo lógico sería que el tipo de cambio de equilibrio se deprecie un poco y que la tasa de interés neutral baje un poco, pero tienen que moverse las dos variables. Por consiguiente, si la tasa de interés de equilibrio se ha movido hacia abajo, que es probable que haya sido así, entonces hay problemas, el impulso monetario ya no es el mismo, es mucho menor. Si se considera que el tipo de cambio real de equilibrio se está moviendo, también tiene que moverse la tasa de interés real de equilibrio, no puede moverse una sola sin moverse la otra. A su juicio, hay un elemento ahí de que no se puede sostener que se tenga un mayor impulso monetario, teniendo claro que sí por el lado del tipo de cambio.

Por último, el señor Marshall hace mención a un paper que repartió la semana pasada el Gerente de Investigación Económica el que se refiere a un punto que, a su juicio, es bastante relevante para este debate. Se trata de que existe, por la naturaleza de los bienes importados y los bienes nacionales, una relación entre el déficit comercial de un país y el impulso inflacionario y por eso el paper dice: "los países que tienen déficit comerciales o que su déficit comercial aumenta, van a tender a tener tasas de interés más altas". Señala que ese



mismo argumento se puede aplicar acá para el coeficiente de traspaso y decir: "lo que pasó en 1998, que está por arriba el déficit comercial y por tanto el aumento del déficit comercial de 1998 generó presiones inflacionarias adicionales y por tanto, un margen de comercialización promedio mucho más elevado". Nosotros, dice, tenemos un margen respecto del ciclo y después tenemos una corrección de eso, entonces, el argumento que haría sería que los márgenes de comercialización no solamente tienen que ver con el ciclo sino que también tienen que ver con la posición de balanza comercial del país. En ese sentido, si se toma la posición de balanza comercial de hoy, que es bastante más normal, los márgenes de hoy día serían más normales, por tanto, lo que en realidad tuvimos fue un aumento fuerte de los márgenes el año 1998 y una corrección de los márgenes hacia abajo y que los márgenes de hoy día son bastante más normales desde el punto de vista del efecto de la balanza comercial. Esto, suponiendo entonces un poco inspirado en este paper, del efecto que hay entre productos importados, márgenes de comercialización y efecto inflacionario. Esto, dice, ayuda a entender parte de lo que ha pasado, no queriendo decir con esto que sea una solución a la duda, pero ayuda a entender y por tanto, lo deja más tranquilo respecto del riesgo de traspaso, o sea, en realidad se puede explicar por qué se produjo el traspaso el año 1998, el IPC resto fue bastante más arriba de lo que se pudiera haber esperado y por qué el efecto traspaso ha sido menor.

En resumen, manifiesta el Vicepresidente que su diagnóstico es: 1) menos optimista de lo que aparece acá, 2) si se pondera más los datos más recientes se tiene que explicar cosas que aquí no están explicadas. Cree que la explicación va por lo que está pasando en ciertas variables fundamentales llamadas empleo, demanda externa, flujos de capitales, etc. y frente a eso, cree que el equilibrio de la economía se está moviendo en una dirección en donde hay que ver si el impulso monetario efectivamente está siendo el adecuado.

A continuación, el Gerente de Programación Macroeconómica, señor Luis Oscar Herrera, se refiere a los dos puntos principales que se repitieron en las exposiciones de los señores Marshall y Le Fort y que están dirigidos a la interpretación de los datos más recientes y qué consecuencia tiene eso sobre las proyecciones. En realidad, dice, la ponderación que se le da a los datos más recientes es menor de la que aparece en los comentarios citados, explicando que ellos se aproximaron inicialmente a este problema con esa pregunta, y la aproximación fue más bien de tipo estadístico. Si se pone una dummy negativa en el segundo trimestre del 2000 se va a obtener un valor negativo, la pregunta es si es significativo o no, y para eso lo que se puede hacer, con todas las limitaciones que se tiene, es contemplar esta evolución reciente a la luz de la historia pasada. Señala que el test más simple era comparar si esta recesión era distinta de las anteriores y lo que se ha encontrado es que es algo intermedia, o sea, sobre esa base no se puede argumentar mucho, pero es un ejercicio limitado.

El segundo ejercicio muestra que efectivamente el primer y segundo trimestre son distintos a lo que había anteriormente, y este primer trimestre es más lento, pero no existe todavía evidencia suficiente para tomar una decisión. O sea, tomar una decisión o modificar las proyecciones o ponerse más pesimista va a ser tomar y dar una ponderación especial a los datos más recientes. Esa es la conclusión que se saca.

Por último, señala el señor Herrera que sigue abierto el test para los trimestres y para los meses que siguen, pero todavía no existe evidencia suficiente para afirmar que ese diagnóstico es el correcto. No hay que confundir, dice, que el mercado está en una posición bastante más optimista en todo sentido a la altura de mayo, tanto en términos de lo que iba a ser el ajuste y lo mismo de las tasas largas, el nivel que tenían las tasas en ese entonces, la



estimación de lo que era la tasa de equilibrio en la economía, la estimación de lo que iba a ser la evolución del crecimiento, todos esos eran factores en los cuales el mercado era bastante más optimista en mayo y hoy día es más pesimista. El mercado ha tenido una corrección de entre 6% a 6,5% y hoy día está entre 6% y 5,5%, en algunos casos hasta de un punto, y también lo mismo se está viendo medio punto de tasa. La corrección ha sido de una o dos décimas en lo inmediato y a mediano plazo efectivamente existe una visión de que la economía va a estar mejor, ese mejor entorno externo se está reflejando en mejores proyecciones para la economía chilena. Sobre la relación que eso se debería haber sumado o no a la demanda interna, el señor Herrera dice no estar de acuerdo, porque no son dos elementos independientes. El hecho de que la economía internacional esté en mejores condiciones significa que los retornos accionarios de Estados Unidos han estado muchísimo mejor en promedio que lo que habían estado en años anteriores, que las tasas de interés en los Estados Unidos están muchísimo mejores que lo que estaban en años anteriores y todo eso resta financiamiento a la demanda interna, todo eso se traduce directamente en condiciones financieras internas más estrechas, por lo tanto existe, por mecanismo de mercado, una correlación negativa entre lo que es la evolución de la demanda externa y la demanda interna, mayor presión de los Estados Unidos va a favorecer sectores importadores y va a restar financiamiento a los sectores internos. Eso es una relación de equilibrio de mercado y no se pueden analizar como dos eventos independientes.

Sobre los otros temas en relación a la evolución del IPC resto y la importancia del IPM, manifiesta el señor Herrera que vieron la nota de Raimundo Soto, señalando que el problema que tiene esa nota es que no está condicionada en las variaciones del tipo de cambio. Una vez que se incluye ese tema, el IPM no es muy relevante para efectos de las aceleraciones del IPC. El tema de la inflación externa si está sobre predicho o no está sobre predicho se ajusta por tipo de cambio. Si se cree que el dólar promedio va a estar más apreciado en los mercados internacionales, en Chile va a estar más depreciado en los mercados en relación al peso, así que eso no tiene una importancia muy significativa sobre la evolución de la inflación.

El Presidente cede la palabra al Gerente de la División Internacional quien señala que los términos de intercambio han evolucionado en forma peor a lo esperado este año y eso es algo que no se reconoce en el informe y que puede servir para explicar la lentitud de la recuperación. Señala que no ha habido recuperación sino que han habido caídas en términos de intercambio en el primer semestre de este año, producto fundamentalmente del alto precio del petróleo.

El Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé, viendo que existen dos flancos, uno que dice que el informe es optimista en relación a la proyección de crecimiento de la economía, que es un poco la postura que han manifestado los señores Marshall y Le Fort y otro que los trata de optimistas en relación a la proyección de inflación, que es la opinión del señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que en realidad se está subestimando lo que puede ser la inflación y son dos posiciones claramente antagónicas entre sí. Se refiere a dos cuestiones que tienen más bien que ver con el optimismo en relación a la evolución del crecimiento de la economía y tomando un punto que también recogía el señor Marshall, es esto de las condiciones monetarias más expansivas. Cree que la pregunta que podría hacerse acá es: ¿como resultado de qué se tiene hoy día un tipo de cambio más depreciado y tasas de interés más bajas? En esto, señala, es básicamente un resultado endógeno a cómo el mercado percibe la situación de la economía hoy y la que se proyecta adelante. Entonces, si la pregunta la pone como la hace el señor Marshall, hay una duda en relación a que el mercado



estaría siendo también más optimista y por eso es que las tasas de interés no han bajado más, o el tipo de cambio no se ha depreciado más, que sería lo necesario si es que la economía requiriera de un estímulo adicional para ponerse más cerca de su potencial de crecimiento en el tiempo. En ese contexto, se pregunta qué es lo que se puede hacer. Posiblemente el mercado esté equivocado en esto o tal vez como Banco Central se tiene amarrada la situación a partir de la tasa de interés de instancia.

Señala el señor Morandé que tiene un poco de duda en este último sentido porque existe hoy día un spread todavía entre la tasa corta y la tasa larga de por lo menos 70 puntos base, entre 5,5% y 6,2% que de alguna manera, refleja que incluso sin que el Banco Central moviera la tasa de interés de política, hay ahí un colchón para que la tasa larga baje más todavía si es que el mercado juzga que se requiere de este estímulo adicional. Por qué las tasas largas no bajan tanto? Alguien podría decir, lo que ocurre es que están esas tasas ancladas a las tasas internacionales afectadas por los riesgos país y esos elementos, pero si no es la tasa larga entonces la que reacciona, tendría que reaccionar más el tipo de cambio y el tipo de cambio ha reaccionado, pero alguien podría decir, todavía tendría que reaccionar un poco más, pero eso no se ha observado. Para resumir este punto, cree el señor Morandé que uno de los temas de debate es si es que el mercado no ha reaccionado lo suficiente, si se sigue el análisis del señor Marshall, como para que se requiera de algún tipo de estímulo adicional y si es que ese estímulo adicional realmente va a conducir al resultado que se busca en términos de estimular la demanda. En esto, dice, también tiene mucho que ver lo que ocurra con la proyección del producto potencial donde existe algo más de dudas de cómo se va a comportar hacia adelante.

En relación a la pregunta que hacía el Vicepresidente de por qué Chile no está en el carro de la expansión mundial, señala el señor Morandé que se puede ensayar muchas respuestas, pero naturalmente esto es algo que no sólo está ocurriendo en Chile sino que también en otros países de América Latina y en varias economías emergentes en forma simultánea. Está ocurriendo también en el Este asiático donde existen economías que, en términos de su frente interno, están bastante aletargadas, en tanto sus exportaciones tienen comportamientos bastante dinámicos. También hay que distinguir las diferencias de ciclo que existen entre economías como la norteamericana y la europea, en relación a la economía chilena, hay una asincronía bastante evidente entre las dos áreas del mundo.

Concluye el señor Morandé en que ciertamente hay temas que discutir, le parece que las proyecciones del escenario central son las que se puede hacer con la información que hay disponible, sin embargo, en el informe se reconoce que existe un riesgo y tal vez el riesgo más importante hoy día, para ser totalmente honesto en el sentido de que la economía y la deuda interna en particular pudieran observar hacia adelante un comportamiento más parecido al de los dos últimos trimestres que al que se proyecta en el escenario central, posiblemente sea el principal riesgo que se enfrenta hoy día, mucho más que los riesgos que se destacaban en el informe de mayo pasado.

El Consejero señor Piñera tiene dos comentarios. El primero, es que si se reconoce que la expansión de la economía chilena en el primer semestre se debe básicamente a la demanda externa más que a un aumento de la demanda interna y eso va a tener consecuencias en términos del empleo, desde el punto que el empleo es mucho más mirado por la demanda interna que por la demanda externa, ahí ve un elemento conflictivo, porque al final lo que se está mirando fuertemente hoy día en Chile es el nivel de desempleo, luego la presión sobre el gasto fiscal, si no cae el desempleo, va a ser muy fuerte aún cuando la

4  
29



BANCO CENTRAL DE CHILE

economía crezca al 5 ó 6%, por lo tanto, al final hay un riesgo de que se haga difícil el poder mantener el supuesto que está en el trabajo, de que va a haber un superávit fiscal de 1% estructural en los próximos años y en la medida en que el empleo siga alto va a haber demasiada presión sobre el Estado.

El segundo comentario es si se ve hoy día que el déficit en cuenta corriente puede llegar donde está sacando financiamientos para los países emergentes, realmente por qué a Chile no entran más capitales cuando el riesgo para Chile está bajo, ya que el país está bien económicamente. Una respuesta a eso, dice, puede ser de que el país no tenga buenas oportunidades de inversión, en el fondo, que se acabó la etapa fácil de crecimiento cuando el país tenía muchos proyectos muy buenos y hoy día va a ser cada vez más difícil, es casi haciendo un símil con lo que se ha llamado la etapa difícil de la situación de importación. Si se observa que la entrada de capitales en los años 90, gran parte fue al sector minería y parte al sector forestal, y hoy día se ve que en el sector minería, por factores ajenos a la coyuntura, no se ven grandes proyectos como La Escondida, que es básicamente igual a Chuquibambilla, lo mismo cree que hay una cierta probabilidad de que la no llegada de flujo externo a Chile, más que un problema de falta de liquidez o que estén sustrayendo recursos la economía americana porque tiene un déficit en la cuenta corriente, se deba a que en Chile hoy día no se ve con mucha claridad dónde están las buenas oportunidades de inversión y de hecho, esto coincide desgraciadamente con el ciclo del dinero que va a tener un cierto período de baja inversión, independiente de la coyuntura y en ese sentido, dice, se está siendo demasiado optimista al pensar que el potencial va a seguir siendo un 7%, cuando realmente la inversión es probable que en el futuro pueda caer.

El Consejero señor Desormeaux manifiesta su discrepancia con lo que ha planteado el Vicepresidente, don Jorge Marshall, en el sentido de que encuentra que el informe ha resultado un ejercicio muy interesante y muy ilustrativo para la toma de decisiones. Cree que efectivamente la demanda interna ha sido menos expansiva de lo que el informe anterior había pronosticado y lo propio ocurre con el empleo. Cree que eso es lo que está faltando explicar. Simplemente, dice, fue muy optimista en materia de la evolución de la demanda interna al proyectar este 9,6% y habría que explicar por qué fue otro, pero todo el ejercicio que se ha hecho le parece muy interesante, porque explica que no estamos ante una situación muy anormal, sino ante una situación que es distinta y que requiere una explicación. Estima que el fenómeno que se está viendo no ocurre solamente en Chile, sino que también en todos los países emergentes, salvo México en América Latina y algunos países de Asia. Explica que es un cambio en los flujos de capitales, que prácticamente han sido nulos en América Latina y en algunos países han sido negativos. Estos tienen influencia a través de muchos canales y tiene la impresión de que el modelo del Banco utiliza como canal principal la tasa de interés, y si se observa, la tasa de interés no evidencia mucha variación. Por lo tanto, no hay un elemento que permita explicar este 9,6%, pero a lo mejor con la idea del Vicepresidente de mirar otros canales, como por ejemplo el endeudamiento con acciones, las relaciones precio/utilidad, se podría capturar el elemento que explica por qué la demanda interna fue menos dinámica.

Agrega el señor Desormeaux que hay otros elementos que están todos los días en la prensa, como el tema de la sobrerregulación, el endeudamiento y la incertidumbre. Cree que muchos de esos problemas existían antes, pero no se notaban porque había flujos de capitales abundantes, es decir, había amplia liquidez. Señala que se está viviendo, en el fondo, un



estrangulamiento de liquidez externa y la pregunta clave es, por qué está ocurriendo esto y si ello es transitorio o permanente. Piensa que esa es la clave para determinar qué consecuencias tiene esto para la política interna. Tiene la impresión de que aquí el elemento central es que estos capitales tienen que estar en alguna parte y el país que está claramente absorbiendo estos capitales es Estados Unidos que está viviendo más allá de sus medios, a través de su sector privado. La primera pregunta que debiera hacerse es si es previsible que esta situación continúe, si en los escenarios que se han planteado aquí eso es lo más probable, y la respuesta es no. La verdad es que dicha absorción se va a reducir junto con la desaceleración de la economía en Estados Unidos, y esos capitales van a tener que buscar por consistencia otro lugar donde invertir. Ciertamente que Europa y Japón, que se están recuperando, van a absorber parte de estos capitales, pero ni con mucho van a ser capaces de absorberlo por entero, y por eso piensa que este fenómeno es transitorio. No hay duda, agrega, que también hay que preocuparse de que hayan proyectos atractivos para recibir esos capitales acá, pero la sensación que tiene es que aquí, lo que se ha visto fundamentalmente es un gran cambio en la dirección de los flujos de capitales y no solamente de inversión directa, sino que también de inversión de portafolio. No se va volver a tener un flujo de capitales como en los años 90, pero sí los necesarios como para que este tema sea un problema del pasado en un tiempo no muy lejano.

A continuación, el Presidente se refiere a la revisión de proyecciones en perspectiva. De hecho, dice, el año pasado en septiembre, cuando estuvieron en el Senado, la tasa de crecimiento era alrededor de 5% para el año 2000. Luego se revisó a 5,9% en marzo, en el entusiasmo de las revisiones hacia arriba y ahora se está revisando hacia abajo al 5,7%, o sea, representa todavía una revisión hacia arriba respecto de las primeras proyecciones. No está seguro, dice, de que las perspectivas de una reducción en la tasa para este año se vea compensada con un mejoramiento hacia el futuro. Cree que existe un riesgo más bien para el lado negativo en esa proyección y cree que si se coincide en eso, sería bueno reconocer ese riesgo, desde ya. Se está elevando la proyección, pero esa proyección elevada tiene a su vez un riesgo un tanto más negativo de lo que tenía la proyección anterior.

Enseguida, manifiesta estar sorprendido con la información que ha dado el señor Le Fort de que los términos de intercambio, para este año, son negativos y no positivos. A lo mejor, dice, hay ahí algún grado de explicación de lo que está pasando en términos del gasto y de algún otro aspecto que es algo a explorar. Si eso es así, hay que señalarlo claramente en el informe. Hay que recogerlo y destacarlo, pudiendo ser un elemento que explique por qué el gasto creció menos de lo que se estimaba que podía crecer, ya que el gasto está determinado por el ingreso más que por otras variables. Ese es un elemento que pudiera ayudar a entender un poco el proceso, incluso el pequeño cambio de tendencia a partir del incremento de los precios del petróleo de comienzos de año, pero cree que es un tema que se debiera explorar de aquí a mañana, porque es suficientemente importante como para que se pueda tomar en cuenta en las consideraciones, aunque probablemente es más importante para el informe de política monetaria que para la decisión que hay que tomar el día de mañana.

Un tercer aspecto que destaca es que el componente de política fiscal no le queda claro. No ha visto los datos en materia de ejecución fiscal, por lo tanto, no sabe qué pasa y a lo mejor está ocurriendo que ahí hay menos impulso de lo que se había pensado. En ese sentido, dice tener un gran signo de interrogación, porque no basta con mirar el impulso por el lado privado que genera la tasa de interés, sino que hay que mirar el impulso estratégico por el lado público de lo que está ocurriendo con la ejecución fiscal y eso es un gran signo de



BANCO CENTRAL DE CHILE

interrogación. Cree que el informe resultaría muy incompleto si no incluye una evaluación de lo que está ocurriendo ahí, porque faltaría algo en la evaluación del comportamiento de la economía si no hay alguna claridad del componente fiscal.

Por último, como comentario más específico, se refiere al tema de los movimientos de capitales. Efectivamente, señala, Estados Unidos está atrayendo fuertemente capitales y cree que el tema está más vinculado con eso que con la desaparición de eventuales proyectos de buena rentabilidad en Chile. Manifiesta que hay proyectos en el país que están teniendo rentabilidad casi espectaculares en algunas áreas y en las cuales no se percibe una inversión masiva de incremento sobre lo que hoy día tenemos, se refiere al área de cultivos marinos y al de vinos y subproductos, vinculadas a eso en que, si bien se ve una expansión, en el país no se ve una entrada importante de capitales nuevos que vengán a desarrollar ese tipo de sectores, a pesar de que la disponibilidad de tierra y el precio de la tierra nunca ha bajado a través de todo el ciclo, pero igual la disponibilidad de tierra pasa perfecto por los nuevos métodos de riego, no hay limitación desde ese punto de vista. Por eso, más bien tiende a pensar que lo que ocurre, en este momento, es una gran absorción por el lado de los Estados Unidos que una falta de proyectos de inversión efectiva. Es cierto, dice, que no van a estar en la minería, comparte absolutamente eso con el Consejero señor Piñera, a pesar de lo que un personero de Codelco le contaba de que hay algunos proyectos muy importantes poniéndose en marcha en el 2001 y 2002, con precios del cobre que se espera que esté entre los 90 centavos y el dólar, pero hay otras áreas de la economía del país que pudieran desarrollarse en materia de rentabilidad. Coincide con lo que dice el Consejero señor Desormeaux en el sentido de que lo más probable que una desaceleración de la economía americana de 4,6% a 3,1% como se prevé, debería cambiar un poco la situación y que esa es una situación que debería modificarse en el plazo. También piensa, en materia de inflación, que las proyecciones podrían ser un poquito optimistas. Tiene cierta preocupación de que, tal como las proyecciones indican, el tipo de cambio real se va a mantener a un nivel más alto del que se ha mantenido en el pasado reciente y eso signifique un cierto traspaso, que todavía no se ha visto, a precios internos y a tasa de inflación del tipo de cambio nominal para mantener el tipo de cambio real a esos niveles. Como se prevé aquí que más o menos se mantendrá, cree que ahí hay un grado de traspaso pendiente, agregando que las proyecciones de inflación tienen ahora un riesgo un poquito mayor para el lado pesimista y cree que si hay concordancia en eso, es un riesgo que se debería señalar.

Por último, el Presidente se refiere al punto del señor Marshall de por qué no se está saliendo de la recesión más rápido de lo que está sucediendo. Es una pregunta, dice, con gran importancia analítica por una parte y con una tremenda importancia política por la otra. Realmente el tema que complica la vida, dice, es el tema de que se está viviendo en un mal momento estacional del desempleo, pero no se sabe si cuando estemos en el buen momento estacional, la recuperación del empleo va a ser suficientemente rápida como se prevé para llevarnos hacia fines de año a algo bajo 8%. Si hacia fines de año estamos muy alto vamos a tener un problema, por eso, cree que convendría reconocer los riesgos que existen en este minuto, en las diferentes direcciones, para no ser sorprendidos a final de año y, por supuesto, estar en una posición bastante flexible para analizar el uso del instrumental que se tiene. Piensa que en este momento quepan rigideces de ninguna especie para el uso del instrumental, sino que mantener una mente muy abierta y en la medida que la información lo justifique - y en esto comparte la visión de Luis Oscar Herrera - tal vez en este momento todavía no es demasiado firme la información para saber si el resto de la recuperación va a continuar como la primera parte o como la segunda parte del trimestre y ese es un tema que hay que despejar relativamente pronto para la toma de decisiones. Cree que todavía no hay

W  
fug



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 8  
Política Monetaria  
10.08.2000 18.

información que permita definir si se va a mover en una o en otra dirección, pero es un tema que hay que ir aclarando.

El Consejo acuerda suspender esta sesión a las 17,55 horas para continuarla el 10 de agosto en curso, a las 16,00 horas.

En Santiago de Chile, a 10 de agosto de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Los demás asistentes son los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

El Presidente reanuda la sesión presentando a los señores miembros del Consejo el Acta correspondiente a la Sesión N° 7 de Política Monetaria, celebrada el 11 de julio de 2000 y la Minuta correspondiente a la Sesión N° 6 de Política Monetaria, celebrada el 8 de junio de 2000, las que se aprueban sin observaciones.

A continuación, solicita a la Gerencia de División de Estudios que haga un breve resumen de la discusión sostenida en el día de ayer.

60  
4



El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, se refiere a los puntos más destacados que surgen del análisis realizado el día de ayer que son los siguientes:

- Hay una trayectoria de demanda interna y actividad económica que continúa en un ritmo de crecimiento moderado, anticipándose para el segundo trimestre un crecimiento del PIB en torno al 6% y un crecimiento del orden del 11% para la demanda interna.
- Puesta en perspectiva la recuperación reciente de la economía, tomando el período que va desde el tercer trimestre de 1999 hasta el segundo trimestre del año 2000, es coherente con el estado de los fundamentos de la economía y con la experiencia de recuperaciones anteriores, sin embargo, en el margen, al segundo trimestre del 2000 se está observando una desaceleración que pone una nota de riesgo respecto a su proyección futura, en tanto que la demanda externa se muestra dinámica. Tomando una perspectiva global, se observa una recuperación que es coherente con lo que se podría haber esperado, aunque el dato puntual del último trimestre entrega evidencia de un menor crecimiento de la economía.
- Las perspectivas para el escenario internacional han mejorado marginalmente respecto a lo que se tenía en mayo último, tanto en términos de crecimiento esperado para el año 2000 como también, en términos generales, en una disminución, más importante que lo anterior, de la probabilidad de riesgo que eran desfavorables para la economía chilena, tanto riesgos de desaceleración brusca en la economía de Estados Unidos, como de aumentos muy significativos de las tasas de interés. El escenario actual es coherente con un ajuste gradual de la economía norteamericana, un leve aumento de las tasas de interés internacionales y la disminución de los premios soberanos.
- Respecto a los términos de intercambio, la proyección para este año es de un incremento del orden de 1,2%, la anterior era de 2,4%, por lo tanto, se observa un menor crecimiento, pero todavía crecimiento positivo y dado que se está convergiendo a un nivel similar de términos de intercambio o incluso algo superior en el mediano plazo, entonces, la tasa de variación aumenta, en lugar de ser del 5% es ahora del 7%, compensando la primera caída y además adicionando sobre los términos de intercambio en el mediano plazo.
- Las condiciones monetarias domésticas de tasas de interés de mediano y largo plazo y el tipo de cambio real se han tornado más expansivas en los últimos dos meses. Por una parte, existe una corrección en las expectativas del sector privado respecto al dinamismo que tiene la economía y el que tendría el producto para este año de niveles que estaban en torno a 6,1% a niveles que hoy día están más cercanos al 5,8% y algo similar para las tasas de crecimiento del próximo año. Se ha visto, también, en la última encuesta de expectativas una reducción de las expectativas de inflación para el presente año, que anteriormente estaban en un nivel de 4,3% y que estarían en un nivel más cercano al 4%. Estos dos elementos han derivado en el componente de corto plazo en una corrección a la baja de las expectativas sobre la política monetaria, consolidándose de que aún persiste la idea de que va a haber un incremento en las tasas de interés de política monetaria respecto a los niveles actuales, pero más pausado en el tiempo. Esto también se ha dado en el contexto de una depreciación del tipo de cambio real que acompaña a una disminución en las tasas de interés internas y estos dos factores significan condiciones monetarias más expansivas.



Interviene el señor Ministro de Hacienda señalando que en relación al último punto, se deduce que esta depreciación es expansiva y consulta en qué se basa esto, contestando el señor Herrera que es esencialmente en el aspecto que tiene sobre el producto global, aún cuando sobre ciertos componentes, como podría ser el gasto con respecto a los salarios reales, se podría ver un impacto más moderado, pero sobre las exportaciones netas esto tendría un efecto positivo, particularmente sobre los componentes de exportaciones varias.

El Ministro Eyzaguirre dice que puede tener uno adverso sobre consumo, señalando el señor Herrera que en términos globales, la evidencia que se tiene es que prima el efecto positivo y sobre consumo de inversión, si bien hay un efecto sobre salario real que puede ser negativo, también desde el punto de vista del empleo se hace más atractivo, en términos de transables, la contratación de trabajadores y eso puede tener un efecto compensador de lo anterior.

Cree el señor Herrera que la evidencia que hay en países desarrollados respecto a un carácter contractivo de las depreciaciones, depende del tamaño de esas depreciaciones. Grandes depreciaciones tienen asociados cambios en los valores relativos, en los balances y eso puede generar efectos contractivos sobre la economía, pero estos efectos son esencialmente no lineales. Una vez que se topan con un problema patrimonial se produce un efecto contractivo, pero para depreciaciones pequeñas primaria el efecto expansivo, mientras que el efecto financiero sería menor.

Continúa el señor Herrera con su informe.

- Como consecuencia de los cambios habidos en las condiciones internacionales y en las condiciones monetarias domésticas, las proyecciones de crecimiento del PIB son, en promedio, más expansivas para los próximos 24 meses. Esto es en torno a un 6,5%, mientras que la proyección del crecimiento del PIB del 2000 se ajusta marginalmente a la baja a una tasa del orden de 5,7% a la luz de lo que ha sido la evolución más reciente de la economía, es decir, aquí se está incorporando una corrección por el segundo trimestre que sería cerca de tres décimas más abajo de lo que se había previsto inicialmente y por factores inerciales eso podría tener también consecuencia sobre el crecimiento en el tercer trimestre.
- \* En relación a la inflación, lo que se observa es que la tendencia subyacente de la inflación se mantiene estable y bajo un 3% anual y algo por debajo de lo previsto anteriormente. Esto no se ha visto en las proyecciones globales de inflación por el efecto que tuvieron las alzas asociadas a los combustibles que fueron mayores de las que estaban previstas anteriormente, y una interpretación de esta situación es que la evaluación reciente de la inflación ha sido coherente con un mayor grado de credibilidad en la meta y por tanto, menores efectos de propagación de los que se había supuesto inicialmente, que ha tenido más importancia con el componente forward looking de la inflación y menos el componente inercial de propagación de shocks inflacionarios por inflación.

Un elemento relevante para la evolución de la inflación de corto plazo es lo que se refiere al precio de los combustibles. El precio internacional de los crudos se ha moderado en el último mes al tiempo que los precios nacionales ya están alineados con éste y por lo tanto, no se están anticipando efectos inflacionarios significativos y adicionales en el resto del año por este concepto. Se está esperando que tanto en agosto como en septiembre podría haber ajustes al transporte colectivo más que nada por efectos de la variación del tipo de



cambio, pero no habrían otros efectos por este concepto. Además, hacia adelante habrían mayores presiones de precio importado como consecuencia de la depreciación reciente del peso que está incorporada en esta proyección con una trayectoria del tipo de cambio superior a los superiores promedios a los que había en el Informe de Política Monetaria anterior.

Como consecuencia de lo anterior, la proyección de corto plazo de la inflación del IPC es más elevada que la de mayo último, pero su proyección de mediano plazo es algo inferior a la anterior e inferior también al 3%. La diferencia en el corto plazo se origina en el impacto en el efecto de los combustibles, eso es en el año 2000 y hacia adelante en un mayor nivel del tipo de cambio. Hacia el año 2002, lo que prima es que como se partió de un nivel superior para el precio de los combustibles – se está suponiendo que el precio de los combustibles va a descender a un nivel similar al que había anteriormente - la tasa de variación negativa es algo mayor y eso trae la evolución de la inflación medida por el IPC algo por debajo de la proyección anterior.

- \* En el caso del IPCX se mantiene la expectativa de un aumento puntual de un 3,5% y luego una convergencia hacia el 3% anual en el mediano plazo. En comparación con la trayectoria anterior, lo que se ve es una evolución similar durante el año 2000, levemente inferior, aunque hay que recordar que el IPCX incluye los ajustes de locomoción colectiva que ahora son algo mayores de lo que estaban supuestos en mayo último y después una disminución que es un poco más pausada que anteriormente, por el efecto cambiario y finalmente, se converge a un nivel que es levemente inferior a lo que había en mayo, donde está incorporado este efecto anterior referido a los combustibles a través de los efectos indirectos sobre otros precios de la canasta. Todas estas proyecciones están hechas con el supuesto standard de una tasa del 5,5%.

Las proyecciones con una tasa de política monetaria alternativa de 5,25%, en el mismo horizonte, son las siguientes: La trayectoria de la inflación, en el corto plazo, es bastante similar y sólo al final del período de proyección se produce un leve aumento del orden de 3 décimas, aproximadamente. La trayectoria para la evolución del IPCX es algo similar, porque se produce un repunte hacia el final del período de proyección del orden de 30 puntos base y en el caso de la proyección de crecimiento, en el corto plazo se mantiene, para efectos del año 2000 prácticamente no hay ningún impacto y después, paulatinamente se agrega una décima al crecimiento de los próximos 12 meses y alrededor de 6 décimas al crecimiento de los siguientes 24 meses.

El Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros y al resto de los participantes.

El Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza, sólo desea referirse al primer informe que acaba de salir y que hace el Fondo Monetario Internacional sobre flujo de capitales a economías emergentes. Hace presente que éste muestra que en el segundo trimestre de este año, la caída de los flujos de capitales en las economías emergentes fue 45% respecto al primer trimestre y eso en los países del hemisferio occidental. Si se toman todos los países emergentes, la caída fue de 24%, o sea, en Asia fue menor. Si se observa el primer semestre de este año con respecto al año anterior, para el hemisferio occidental hay un aumento de 4% del flujo de capital, pero la tendencia ha sido decreciente. Básicamente lo que ellos dicen es que el mecanismo es, desde la volatilidad de los mercados en los países



industrializados, hacia la economía emergente y que esto se va a mantener mientras no se sepa si efectivamente Estados Unidos se está desacelerando en forma gradual o si podría haber un aterrizaje más forzoso. Ellos explican que la mayor volatilidad en los mercados accionarios, las expectativas de aumento de tasa y por lo tanto, de una caída en el producto mundial, el empeoramiento del riesgo de crédito de los agentes hace que los administradores de portafolio se cierren al benchmark, entonces todas las exposiciones riesgosas que tienen, que principalmente son mercados emergentes, las cierran y por otro lado prefieren estar líquidos, entonces, venden bonos y acciones y se quedan en posiciones más líquidas. Ese sería el mecanismo de transmisión hacia los países emergentes.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que hay un elemento en la exposición que hizo el señor Herrera que desea destacar porque refleja la síntesis, desde su punto de vista, de la discusión que se tuvo ayer. En primer lugar, dice, cree que en la discusión de ayer había un reconocimiento de que los datos más recientes que se están observando, especialmente algunos componentes de la demanda de las cifras más recientes, indican un crecimiento más lento. Cree que es importante que el Banco dé cuenta de que reconoce ese hecho, porque de lo contrario piensa que se produce una desintonía con el ambiente o con las expectativas o con una discusión más general.

El segundo hecho que le quedó claro ayer y es su propia síntesis, es que estos elementos no son suficientemente robustos como para modificar la proyección de mediano plazo en la economía. Aún cuando se reconoce que existen, todavía no tienen una dimensión o una característica como para modificar la proyección de mediano plazo, por eso es que las proyecciones de mediano plazo son las que ha entregado el señor Herrera. Señala que esta segunda conclusión sale un poco de las comparaciones que se hicieron con ciclos anteriores, con las desviaciones que hay, con las observaciones puntuales y cree que, a futuro, se debe trabajar más esta segunda conclusión, es decir, ver en qué momento se puede manifestar que estas observaciones más recientes, si se mantienen, modifican las perspectivas de mediano plazo, porque hay que hacerlo cuando sea lo más temprano y preventivamente posible que cuando la evidencia sea mayor.

Su tercera observación es que si se confirma que estos datos recientes tienen una evidencia que sea más robusta respecto a las proyecciones de mediano plazo, que hasta el momento no se tiene, la política monetaria debiera tener la flexibilidad como para responder a esas circunstancias, por lo tanto, desde el punto de vista de su propia síntesis de la discusión de ayer, estos tres elementos se debieran dejar de alguna manera incorporados. Cree que la conclusión es que las condiciones monetarias son las adecuadas, pero con una clara advertencia que de mantenerse la información que se ha estado recibiendo, o de expandirse o confirmarse la información de alguno de los componentes de la demanda de un crecimiento más lento, eso entraría a considerarse como una evidencia más robusta de que la tendencia de mediano plazo se ha modificado y de ser así, la política monetaria tiene que responder a esa nueva circunstancia.

A continuación, el Presidente señor Massad dice que tiene la impresión que el conjunto de información con que se cuenta apunta frente a dos riesgos relativamente complicados. El primero, es que se tiene, por el lado del crecimiento en el plazo más corto, una reducción marginal en la proyección para fines de año y para el plazo más largo una revisión hacia arriba de lo que se había previsto anteriormente. Las dificultades en materia de financiamiento internacional y los riesgos en materia de términos de intercambio, lo hacen creer que pueden amenazar un poco hacia abajo las perspectivas de crecimiento en el futuro. Por

HP  
fz



BANCO CENTRAL DE CHILE

otro lado, dice, hay una gran incógnita en el traspaso del efecto tipo de cambio hacia las tasas de precios internos, hay un ajuste rápido del tipo de cambio en los últimos meses del orden del 10% en el período de tres meses, que se ha mantenido en niveles altos, o sea, que no ha vuelto a observarse una tendencia hacia la apreciación, sino más bien a mantenerse en esos niveles altos. Si eso continuara ocurriendo, lo que no es improbable en función de la revisión un poco hacia debajo de los términos de intercambio de este año, y de lo que está ocurriendo en el campo del financiamiento internacional, que el tipo de cambio se mantuviera en niveles como los actuales, cree que habría un traspaso hacia precios algo mayor de lo que se ha estado viendo hasta ahora, en que realmente no se ha visto ningún traspaso hacia precios del tipo de cambio, a pesar de que el Índice de Precios por Mayor, tanto en productos nacionales como importados, muestra un efecto de cierta envergadura, del orden de dos dígitos. Entonces ve ahí un riesgo relativamente complicado, que se traduce en una situación compleja desde el punto de vista del manejo de la política monetaria si es que esos riesgos son efectivamente los riesgos que pudieran materializarse. Hasta ahora, señala, no se ve la materialización de esos riesgos, no se ve ningún traspaso hacia la inversión interna de lo que ha ocurrido en el tipo de cambio, simplemente no se ve ni en los índices más detallados ni en los índices más globales, salvo en el IPM, de modo que no tendría en este momento una fuente para pensar que ese temor es inmediato. Sin embargo, cree que es un riesgo que se debería reconocer en materia de inflación que se tiene al frente, a pesar de que hasta ahora no se observa ninguna indicación al respecto.

En términos del gasto, señala que efectivamente la respuesta a la situación actual puede estar dada por los inventarios. Por otro lado, dice, si se mira los indicadores más recientes, las cifras monetarias comienzan a apuntar hacia arriba, lo que no ocurría hasta hace dos meses atrás. El nivel de importaciones que se esperaba en la primera semana de agosto que fuera más débil, dado el incremento hacia fines de julio, no ha sido más débil de lo que se esperaba, o sea, los indicadores más recientes no parecen apuntar a un debilitamiento del gasto, pero hay señales todavía que no clarifican para nada el panorama, o sea, existe un conjunto de señales que apuntan en distintas direcciones, distintos riesgos que enfrentar. Cree que mientras ese panorama no se aclare, habría que ser muy prudentes en el movimiento de tasa en cualquier dirección. Reconociendo los riesgos que existen, estima que el mensaje que se debería transmitir es el de gran flexibilidad de la política para enfrentar cualquier asentamiento de tendencia que se pudiera percibir en las próximas semanas o meses.

El Vicepresidente señor Marshall dice compartir todo lo que ha dicho el Presidente y enseguida se refiere a los próximos dos meses que, probablemente, va a ser un período complicado para el Banco Central, porque corresponde ir al Senado y también hay elecciones a nivel nacional de municipalidades, por lo tanto, se puede interpretar que cualquier acción del Banco Central puede estar conectada con estos hechos. En ese sentido, estima el señor Marshall que en el comunicado de hoy día y en las intervenciones públicas de los miembros del Consejo y de los Gerentes de División, hay que explicar exactamente lo que el Consejo ha señalado precedentemente, en los términos ojalá lo más claro, transparente y comprensible posibles para la gente, de modo que si el día de mañana hay que dar una información, ya sea de inflación por un riesgo o de actividad económica por el otro y tiende a confirmarse uno de los dos riesgos que se ha señalado, que no quede ninguna duda que el Banco Central está respondiendo a lo que ya señaló. Esto es tener libertad para mover los instrumentos, es darles flexibilidad, sin que se diga que se actuó por presión.



El Consejero señor Desormeaux dice compartir, en términos generales, lo que se ha dicho. Cree que de acuerdo a lo planteado aquí por el señor Herrera existe un crecimiento que, en términos generales, está dentro de la misma tendencia, con una demanda interna algo menos dinámica y también un empleo menos dinámico. Los riesgos en materia de inflación hoy están hacia una inflación por debajo de lo previsto en el mediano plazo y en materia de actividad, en el corto plazo, también se observa un crecimiento algo menor. Ciertamente, agrega, la política monetaria es la herramienta macroeconómica por excelencia y en la medida que su objetivo principal que es la meta de inflación no esté en peligro, ésta puede estar al servicio de estabilizar también los niveles de actividad. Desde ese punto de vista, suscribe la idea de mantener una gran flexibilidad para hacer frente a los riesgos de un traspaso de inflación más importante en el futuro, como el riesgo de que la economía muestre una cierta pérdida de dinamismo. Pero en la actualidad, le da la impresión que actuar tiene más costos que beneficios, y eso por varias razones: porque la política monetaria va a actuar con algún rezago y para ese período ya se prevé un ritmo de crecimiento más alto; porque las tasas de interés de largo plazo internas están absolutamente en línea con las tasas externas a plazos más largos corregidas por premios soberanos e impuestos; porque tendría algún efecto sobre el tipo de cambio, y eso podría generar un riesgo inflacionario y, sobre todo, lo que teme es que esto pueda afectar la credibilidad del Banco Central y por esa vía traducirse en un aumento de las tasas largas, y por lo tanto podría ser contraproducente.

El señor Ministro de Hacienda señala que los riesgos hacia abajo ya han sido suficientemente comentados por lo que no se va a expandir. Respecto del riesgo hacia arriba, en particular, a través del mecanismo tipo de cambio/inflación, piensa que no es tan importante, por cuanto lo fundamental en el tipo de cambio son los cambios de perspectiva. Sólo si se comenzara a producir una demanda interna más robusta, podría ir en dirección esperada, pero cree que el punto más importante es que la evidencia internacional más reciente ha tendido a demostrar que el así llamado "pass through" ha sido extremadamente modesto, y la racionalización que se ha planteado detrás de este fenómeno es relativamente simple: cuando se produce la caída de la economía y de la demanda, las empresas del sector productivo hacen grandes esfuerzos de reajuste de costos. Esto tiene como corolario que la elasticidad de empleo de corto plazo en el comienzo de la recuperación es muy baja. Este problema, que cree tiene una explicación clara, ha llevado a más de alguno a concluir demasiado pronto que la economía se ha ubicado en una fase de menor capacidad de absorber empleo. En todo caso, es este cambio de productividad durante la fase descendente lo que explica el por qué el paso a precios de depreciaciones sea relativamente más modesto, donde hay dos factores reales, hay una disminución de costo por la vía de la eficiencia y un alza de costo por la vía del mayor tipo de cambio. Por todo, manifiesta estar relativamente poco temeroso respecto de la incidencia del tipo de cambio en el plazo más corto sobre la inflación.

Para una óptima coordinación monetaria fiscal, agrega, lo más importante es que cada institución respete sus reglas y en este sentido, aquí se sabe cuáles son las reglas respecto del superávit estructural y el Banco ha expresado con entera claridad que su regla es mantener la inflación dentro de la banda del 2-4%. Señala que esa regla es además realmente simétrica, no sólo respecto de que el punto medio esté equidistante del techo y del piso, sino también, respecto de la reacción del Banco ante distintos balances de riesgo. Esto último lo dice como una reflexión. Por estar el diseño de política basado en una regla, prefiere no opinar sobre cómo se debieran mover las tasas y no tiene problemas con lo que se ha expresado acá, aunque afirma que concluir el análisis con un balance de riesgo de mayor inflación no cree que sea lo más adecuado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios, que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé, manifiesta lo siguiente:

“ Las conclusiones centrales del Informe presentado apuntan, en el frente externo, a una consolidación de un escenario favorable al comercio exterior chileno pero aún muy estrecho en materia de costo y disponibilidad de financiamiento global. Esto permite un desenvolvimiento dinámico del sector exportador que ha ayudado hasta ahora a sostener un crecimiento del producto global básicamente en línea con lo anticipado en mayo, a pesar de la desaceleración observada en la demanda interna en meses recientes. Como resultado, entre otros, se ha afirmado una trayectoria de la inflación ajustada a la previsión de mediano plazo que la sitúa en torno a la meta de 3%, sin que hasta ahora haya sido necesario que el Banco Central asuma una instancia más restrictiva que la actual a pesar de los efectos sobre el IPC de los aumentos en los precios de los combustibles.

La reacción de los mercados financieros a estos desarrollos ha implicado la configuración de condiciones monetarias más expansivas que en mayo pasado, reflejadas en tasas de interés a 90 días alineadas con la tasa de política y 30 puntos base por debajo de lo observado en mayo, en tasas largas en torno a 6,2%, casi 40 puntos por debajo de los niveles de tres meses atrás, y en un tipo de cambio cerca de 6% más depreciado en el mismo lapso. Estas condiciones más expansivas permiten anticipar una aceleración en el crecimiento de la demanda interna, de la actividad económica y del empleo dentro del horizonte de política habitual (ocho trimestres), aunque el ritmo de esa aceleración prevista puede ser muy variable. Por otra parte, la desaceleración reciente del gasto interno ha prorrogado en el tiempo las holguras existentes en relación con la capacidad productiva del país, postergando a su vez la aparición de presiones inflacionarias y haciendo menos factible la materialización de efectos de segunda vuelta sobre la inflación a partir de los aumentos en los precios de los combustibles.

En estas circunstancias, las opciones de política monetaria más evidentes son las de mantener y relajar. Para justificar esta última, se debiera tener el convencimiento de que es necesario y posible estimular marginalmente la demanda interna, más allá de las condiciones monetarias más expansivas que el propio mercado ha configurado, ante el riesgo de una prolongación indeseada de la desaceleración del gasto observada en meses recientes. Un riesgo asociado a esta opción es que se perciba como a destiempo, considerando que su eventual efecto sobre la demanda y la actividad se materializaría en tres a cinco trimestres más cuando la demanda probablemente exhibirá un ritmo de crecimiento más sólido. Si así fuera, las tasas de interés de mercado podrían subir desde sus niveles actuales, especialmente las de plazos más largo, generándose así un resultado contrario al buscado en cuanto a crecimiento de la demanda. Si la eventual reducción de la tasa de interés de política incide o no en las expectativas de los agentes (“golpe de timón”) es más difícil de evaluar con las herramientas disponibles.

La opción de mantener es coherente con las proyecciones de inflación en torno a la meta y un crecimiento de la actividad económica algo por encima de 6% en el horizonte de planeación que se derivan de los modelos del Banco Central de Chile. No obstante, es indudable



también que existe un riesgo de una recuperación del crecimiento de la demanda interna y de la actividad económica más lenta de lo previsto, lo que retardaría aún más la aparición de presiones inflacionarias y eventualmente conduciría a una revisión a la baja en las proyecciones de inflación. Con todo, este riesgo no se desprendería de un cambio estructural de la economía chilena que requiera de una reformulación de los modelos de proyección, sino que se configura más que nada a partir de la extrapolación de los antecedentes más recientes en cuanto a la demanda interna e inflación. Esto no es suficiente para cambiar la proyección central respecto de la velocidad de recuperación de la economía.

En mérito de todo lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**08-01-000810 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo 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 permanecen inalterados.**

Finalmente, el Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

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

El Consejo, como es habitual, analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como punto de referencia el Informe de Política Monetaria de mayo último.

Los antecedentes examinados señalan que la actividad económica continúa en una trayectoria de crecimiento esencialmente en línea con lo previsto en mayo pasado, con base en un comportamiento dinámico de la demanda externa. El ritmo de crecimiento de la demanda interna y el empleo se ha moderado en meses recientes, en tanto que la inflación subyacente ha mostrado gran estabilidad.

Por su parte, el crecimiento de la economía mundial se ha seguido fortaleciendo y se ha hecho menos probable un ajuste brusco de la economía de Estados Unidos de América. En el ámbito internacional persiste una situación de escasez de liquidez y los precios del petróleo se mantienen volátiles.

En los últimos treinta días se ha consolidado un conjunto de condiciones monetarias más expansivo que ya se constataba en la reunión anterior. En efecto, las tasas de interés de mediano y largo plazo han continuado descendiendo, en tanto el peso se ha depreciado adicionalmente.

Esto permite anticipar una recuperación de la velocidad de crecimiento de la demanda interna, la actividad económica y el empleo en el horizonte de proyección. No se perciben,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 8  
Política Monetaria  
10.08.2000

27.

sin embargo, riesgos significativos de presiones inflacionarias dadas las holguras existentes en materia de capacidad instalada y empleo."

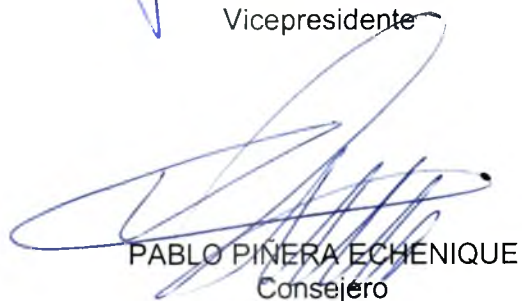
Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



PABLO PINERA ECHENIQUE  
Consejero



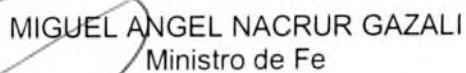
MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 9  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 28 de agosto de 2000

---

En Santiago de Chile, a 28 de agosto de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica,  
don Pablo García Silva;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Inicia la Sesión el Presidente señalando que hacia fines de la semana pasada, el señor Ministro de Hacienda puso a disposición del Consejo, cierta información relevante con la que no se contaba y que altera el balance de riesgos que se había hecho en reuniones pasadas. La nueva información se refiere fundamentalmente al comportamiento de indicadores de producción, venta y empleo a nivel nacional.

En función de esa información y de sus efectos, señala el señor Massad que los Consejeros se reunieron esta mañana y acordaron realizar hoy la reunión de política monetaria, para poder evaluar más a fondo dicha información y a base de ella revisar las perspectivas y tomar las decisiones que correspondan al respecto.

Asimismo, si bien la sesión fue citada como sesión especial, atendido que se encuentran presentes en la Sala la unanimidad de los integrantes del Consejo y el señor Ministro de Hacienda, se resuelve darle a esta sesión el carácter de ordinaria, para todos los efectos legales y reglamentarios, resolviéndose en consecuencia adelantar, para esta fecha, la reunión de política monetaria programada para el próximo miércoles 6 de septiembre de 2000.

*Handwritten signature*



A continuación, el Presidente cede la palabra al Gerente de División de Estudios para revisar la situación y como es habitual, el Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera B. presenta el siguiente informe:

- \* Se ha conocido la cifra de expansión del PIB, 5,8% en el primer trimestre, además 9% año a año, pero en las últimas cifras se está observando una tasa de expansión promedio del orden de 2% anual trimestre a trimestre. Este crecimiento de la demanda interna ha estado concentrado en la variación de existencias mientras que la inversión y los indicadores de consumo presentaron una desaceleración y estas tendencias se mantienen en julio y agosto. La excepción son los datos de dinero que muestran un leve aumento.
- \* La desocupación que se había mantenido constante en junio, tras los antecedentes que se conocen respecto de julio muestran un ascenso y probablemente se mantendrá en los meses venideros, dada la forma de registro de esos datos.
- \* El aumento de los índices de desempleo y el deterioro de los índices de confianza vienen a proyectar una situación de menor dinamismo en la demanda interna en los trimestres venideros, pero por otra parte, este efecto sobre la demanda interna es parcialmente compensado por condiciones monetarias más expansivas, con tasas de interés de mediano y largo plazo a la baja y con un tipo de cambio realmente depreciado. Esto significa una situación más expansiva que la que existió en mayo y también con un mejoramiento marginal de las proyecciones respecto del escenario internacional.

En esta perspectiva, los antecedentes recientes son visibles. Por una parte, hay mejores proyecciones para la demanda externa, pero por otra parte un menor impulso de demanda interna. Puesto en el conjunto y para un nivel dado de la tasa de interés de política monetaria (TPM) de 5,5%, la tasa actualmente establecida, estos desarrollos llevarían a reducir las proyecciones de crecimiento del PIB para los próximos 24 meses.

- \* En lo que se refiere a las proyecciones de crecimiento, la revisión para el año 2000 es marginal, ya que se espera una variación del PIB del orden de 5,6%, algo por debajo de la cifra prevista anteriormente. Para los años 2001 y 2002, habría una reducción aún mayor, pasando de una proyección inicial entre 6% - 6,5% en mayo, a niveles en un rango entre 5% y 5,5% en la actualidad, de mantenerse la actual tasa de interés de política monetaria.
- \* Con estos resultados, para la TPM y también para las condiciones de una TPM de 5,5% la proyección de corto plazo del IPCX es superior a la de mayo último, por el efecto del tipo de cambio pero en mediano plazo desciende a 2% por las mayores holguras del producto y mercados internos.

En el mismo escenario, la proyección de corto plazo de la inflación IPC es más elevada que la de mayo último, pero su proyección de mediano plazo es inferior, como consecuencia de la anterior disminución del IPC y también una disminución en el precio de los combustibles.

El señor Herrera señala que lo anteriormente expuesto corresponde a los puntos más destacados del informe, pasando a continuación a hacer una revisión detallada de estos antecedentes:

- En relación con la evolución de la inflación, las referencias que existen para el mes de agosto indican que la situación efectiva tanto del IPC como del IPCX se mantendrían prácticamente estables respecto al mes anterior, habrían movimientos de centésimas que pueden determinar el incremento de una décima tanto en el IPC como en el IPCX en sus movimientos marginales. El IPCX se mantendría o se elevaría de un 2,6% a un 2,7%, el



IPC estaría en un rango de 3,8% a 3,9% similar al que tiene hoy día. Por lo tanto, a nivel de mediciones de inflación subyacente hay una estabilidad en los meses respecto a los ciclos de meses previos y esa situación se mantiene en agosto.

- \* En relación a precios específicos, el componente más importante sobre el cual se esperan novedades se refiere al incremento en el precio del petróleo. Esto provocaría, en los próximos meses, un aumento en el precio de los combustibles y previsiblemente también en el precio del transporte en el mes de septiembre. Estos factores introducen una presión transitoria sobre la inflación que elevaría principalmente los registros de IPC.
- \* Respecto de los factores relevantes para la inflación futura, durante los meses posteriores al Informe de Política Monetaria de mayo se va afianzando la expectativa de un continuado dinamismo del crecimiento de la economía mundial.
- \* En relación a los términos de intercambio también existe una mejor expectativa, coherente con las expectativas de los mercados internacionales y un incremento cercano al 7% para los próximos dos años, similar al que existía en la reunión de política monetaria anterior.
- \* El precio del petróleo se ha mostrado muy volátil y se mantiene en el rango de los US\$ 30 a US\$ 32 por barril. Es difícil predecir cuál va a ser su evolución futura, en todo caso se está reconociendo un precio promedio mayor que el que tenía anteriormente y eso significa, por una parte, un escenario de mayor presión de inflación y por otra parte, una reducción del ingreso real de los consumidores porque también tiene un impacto sobre las perspectivas de consumo para el futuro.
- \* No hay novedades respecto de las tasas de interés internacional. La última reunión de la FED confirmó la tasa prevaleciente, aunque indicó un sesgo al alza en ésta, pero en general el mercado ha tendido a entrar en una expectativa de cambios leves del orden de 25 puntos base hacia fines de año o simplemente nulo.
- \* En los términos de spreads soberanos, en general, las condiciones de financiamiento internacional han influido favorablemente para el conjunto de las economías emergentes y en el caso del PIB no hay un cambio significativo.
- \* Los mercados financieros en Chile, durante el mes de agosto, han continuado una tendencia de moderación en las tasas de interés. Los últimos antecedentes muestran tasas de interés de largo plazo que han llegado a niveles de 6,2% y eso ha ido moderando progresivamente las expectativas que existían inicialmente respecto a un aumento de la TPM, aunque hay que señalar que todavía el mercado hace una apuesta con los precios que revelan una expectativa de aumento de la TPM. Sin embargo, estas expectativas se han ido moderando progresivamente a través de los últimos meses.
- \* En relación al dinero, en julio y agosto se ha observado una leve recuperación del dinero M1A que contrasta con la tendencia que se había observado en meses previos. Los agregados monetarios más amplios muestran un crecimiento en este período. En el caso de los agregados monetarios más altos, una parte significativa de este crecimiento proviene de inversiones de las AFP, de una vuelta de las AFP a los mercados nacionales, mientras que las tenencias que están asociadas al sector privado y que podrían tener una relación más directa con decisiones de gasto, tienen un comportamiento más moderado.
- \* En el caso del crédito, se está observando un incremento principalmente del crédito vinculado al comercio exterior y crédito empresa, mientras que el crédito a personas ha



mostrado una desaceleración, particularmente una caída en los créditos de consumo y un menor ritmo de incremento en los créditos de vivienda. Los créditos comerciales tampoco muestran una tendencia creciente, por lo que el incremento en el crédito está radicado en colocaciones en comercio exterior.

- \* Respecto del tipo de cambio nominal, se observó a través del semestre una moderación de las expectativas de aumento de la TPM y eso estuvo asociado también a una depreciación del tipo de cambio. Parte de ese efecto se ha revertido a lo largo del último mes. El tipo de cambio ha estado en un nivel de \$ 550 por dólar a \$ 555 por dólar, en torno a \$ 545 por dólar en los datos recientes y este comportamiento es similar tanto para el tipo de cambio multilateral como para el dólar.
- \* En relación a los antecedentes de oferta y demanda, en las últimas cifras se está viendo que continúa un estancamiento en la evolución de la industria. Las ventas industriales, después de haber registrado un descenso desde comienzos de año hasta mayo y junio, han mostrado una leve tendencia ascendente, pero aún se mantienen por debajo del nivel de producción industrial, por tanto, ese crecimiento también es inferior a la producción industrial y eso refleja un grado de acumulación de inventarios que podría tener una consecuencia sobre la evolución futura de la producción.
- \* Las ventas de nuevas viviendas también han mostrado un nivel que está levemente por debajo del nivel alcanzado hacia fines del año pasado. Hay una leve recuperación en los plazos más recientes, pero aún se mantienen niveles que son comparables a los de mediados del año 1998.
- \* Finalmente, los antecedentes más relevantes de esta reunión, se refieren a la evolución del empleo. Las cifras de empleo total para el trimestre móvil mayo-julio y también el empleo excluyendo los programas de empleo y lo que se observa en la estadística es que desde principios de año existe un estancamiento, aunque hay volatilidad en las cifras, pero en promedio se observan las cifras de creación de empleo que estarían relativamente estancadas. En el caso del empleo total, se podría ver también una tendencia similar y eso refleja, especialmente los datos más recientes, una situación en el mercado laboral que se mantiene estancada y que incluso se observaría un incremento en la tasa de desocupación ajustada por factores estacionales.
- \* Hasta los datos anteriores se había obtenido una tasa de desocupación relativamente estable, levemente ascendente, pero los últimos datos marcan un cambio, un quiebre en esta tendencia, que según los antecedentes que se conocen respecto a los valores marginales de la tasa de desocupación y al comportamiento del empleo se mantendría también en el trimestre venidero.
- \* En la evolución de las ventas del comercio, en términos generales, se mantiene una leve tendencia descendente.
- \* En el caso de las ventas totales del comercio, éstas se mantienen constantes los últimos meses, aunque por debajo de los niveles que habían alcanzado a fines del año pasado, también por debajo de los niveles promedio del trimestre. El contraste entre ambas refleja que hubo una importante recuperación de las ventas de bienes durables, las ventas de bienes habituales quedaron más rezagadas y las ventas de automóviles, evidencian que se incrementa en el comportamiento de las ofertas de bienes durables que muestran tendencia ascendente, pero que ha tendido a aplanarse en los últimos 6 meses. Los datos marginales están levemente por debajo de los que había en los meses previos y básicamente se ha observado un estancamiento en los niveles de ventas de automóviles.



- \* En el caso de las importaciones no petróleo, también hay al día de hoy nuevos antecedentes para el mes de agosto, con una proyección basada en las primeras tres semanas. La proyección lleva a un nivel de las importaciones no petróleo FOB del orden de US\$ 1.200 millones. Se muestra la cifra CIF que es del orden de US\$ 1.300 millones, que son cifras que están por debajo de lo que había en los dos meses previos. Después de haber tenido esta tendencia ascendente de las cifras de importaciones no petróleo, el proceso de acumulación de inventarios en el comercio y también la depreciación del tipo de cambio real podrían estar induciendo la disminución de las importaciones no petróleo.
- \* Un factor que es también relevante de considerar respecto de lo que podría ser la perspectiva futura de inversión, son las perspectivas de recuperación de la inversión a la luz de lo que es la evolución de las tasas de interés. En esos términos, el impulso de esta recuperación sería el adecuado, sin embargo, hay un factor que también hay que entrar a ponderar y que se refiere a lo que son las expectativas respecto al futuro las que se puede observar en el mercado accionario que se han mantenido más bien planas a través de los medios de inversión. Ya hubo una recuperación significativa respecto a los deprimidos niveles que se habían alcanzado a mediados de 1998, pero desde entonces a la fecha no se ha observado un mejoramiento decisivo en el precio de los activos y eso, a diferencia de períodos anteriores de esta recuperación, indica que las perspectivas de recuperación para la inversión pueden ser más moderada en esta ocasión.
- \* El principal componente que se está introduciendo en estas proyecciones son los antecedentes recientes de desocupación. Esos antecedentes de desocupación y la proyección de que esta situación se va a mantener en los próximos seis meses, en que se va a observar una trayectoria de desocupación por encima de lo que se había previsto inicialmente, tiene un efecto directo sobre la evolución del consumo. Como aproximadamente por cada punto adicional de desocupación se puede restar un punto al crecimiento del consumo, eso significa deteriorar las perspectivas de crecimiento del consumo para los trimestres venideros respecto a lo que habría sido el escenario base anterior y eso tiene consecuencias sobre la trayectoria de la demanda y también de otros componentes que están vinculados a ella.
- \* En conclusión, luego de esta revisión de antecedentes respecto del informe de mayo, tal como se había revisado anteriormente, existe un mejor escenario para la evolución de la demanda externa, un mejor escenario de términos de intercambios y un tipo de cambio real más depreciado. Todos esos factores promueven un mayor impulso de demanda externa, pero, a la luz de lo que ha sido la evolución reciente en los indicadores de demanda interna, consumo e inversión, a la luz de lo que ha sido la evolución del índice de desempleo y también de las expectativas del sector privado, la proyección es que en los trimestres venideros tiene más asidero una hipótesis de que esta desaceleración de la demanda interna es un fenómeno más permanente de lo que aparecía hasta hace algunos meses, o sea, la acumulación de estos antecedentes lleva a proyectar que esta desaceleración podría continuar en los trimestres venideros y ese efecto superaría el efecto expansivo de la demanda externa determinando una reducción a las proyecciones de crecimiento. Con todo lo demás constante, trae una reducción a la proyección de inflación subyacente hacia un nivel más cercano al piso del rango meta y por lo tanto con riesgo más relevante de que nos encontremos por debajo de ese rango/meta.

El Presidente ofrece la palabra a los presentes.

*[Handwritten signature]*



El Consejero señor Desormeaux estima que los cuadros presentados son bastante claros, pero le preocupa saber exactamente qué es lo que hizo el Departamento de Estudios para llegar a estas conclusiones. Desea que le expliquen con más claridad qué supuestos se cambiaron y en qué magnitudes, y cómo se introdujo el tema del desempleo.

Explica el señor Herrera que como antecedentes tenían previsto dos escenarios alternativos, un escenario principal que continuaba proyectando la información que había hasta mayo último, a la luz de los desarrollos más recientes y un escenario alternativo que le daba mayor ponderación a los datos de evolución reciente del producto. De las variables de estado que han cambiado en la economía, la principal es el deterioro del resultado del desempleo, lo cual se introduce a través de la ecuación de consumo, entregando una menor proyección para lo que va a ser la evolución del consumo privado hacia adelante. Eso es el principal antecedente para proyectar un menor dinamismo de la demanda interna. Adicionalmente a eso hay otros factores que no están considerados directamente en el modelo que actualmente se está aplicando, que se refieren a los antecedentes respecto a expectativas del sector privado. Ese es un componente que no está directamente considerado, pero que también se le está dando peso para estas proyecciones futuras. Si se tomaran los datos de la evolución efectiva de la economía hasta hoy día, no se podría descartar que la economía está en una trayectoria similar a lo que se podría haber previsto hace algunos meses. Esa fue la revisión anterior que se hizo de estos datos. Hasta hace un mes la trayectoria de la economía era similar a la que se podría haber previsto o a la comparable con recuperaciones previas, salvo en dos componentes: 1) era el comportamiento del empleo y 2) el consumo condicional al empleo. Los antecedentes más recientes vienen a agudizar esa diferencia entre el comportamiento del empleo proyectado y el comportamiento efectivo del empleo y a su vez, se supone que también se va a agudizar la diferencia entre el consumo y recuperación previa por el impacto que esto tiene sobre el consumo.

Agrega el señor Herrera que un factor que efectivamente no se había considerado directamente o que adquiere más peso y que va a adquirir más peso a la luz de estos antecedentes es el deterioro de las expectativas privadas. En lugar de tener una tendencia ascendente en eso, se ha tenido una tendencia plana o descendente y eso probablemente también está indicando que se están tomando decisiones en las últimas cifras sobre la base de proyecciones menores de crecimiento.

El Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, señala que hasta la reunión anterior el escenario central era uno donde estos antecedentes más recientes respecto de la evolución del gasto, no podían decir que se estaba manifestando un cambio de tendencia permanente en la evolución de la economía y por tanto, ese que era un escenario alternativo, se dejaba en un segundo plano. En las proyecciones que ha mostrado el señor Herrera hoy día, el escenario alternativo ha pasado a ser escenario central, en el sentido que se juzga como que ha habido un cambio más permanente en esta variable, o sea, hay información suficiente como para llegar a esa conclusión. De todos modos, dice, es un asunto que está todavía en discusión, pero por lo menos eso es lo que proyectan los índices.

A continuación, el Presidente manifiesta que en las últimas dos reuniones de política monetaria se analizó con cierta detención la opción de rebajar la tasa, a la luz de los antecedentes que había disponibles. En ese momento, dice, se apreciaba ya una cierta tendencia a disminuir la velocidad de crecimiento de la economía, una cierta debilidad en la demanda que parecía estar sostenida fundamentalmente por los inventarios; los inventarios tienden normalmente a alcanzar un cierto límite y luego no siguen presionando la demanda en forma permanente, de modo que ya en un par de reuniones anteriores se percibían algunos síntomas que le daban un grado de probabilidad a un debilitamiento en la tasa de crecimiento de los últimos trimestres. Sin embargo, hasta ese momento no había suficiente información



como para afianzar esa probabilidad, por lo cual, señala que el Consejo resolvió mantener en esos momentos la tasa de política monetaria. La nueva información que se ha recibido en el curso de la semana pasada, tal como lo ha señalado la División de Estudios, cambia ese balance de riesgos y pone claramente más énfasis en el sentido de una pérdida de dinamismo de la economía en los próximos meses, cuando aún no se terminan de recuperar los niveles de empleo del pasado y en un contexto en el cual parecen no estar seriamente amenazados los objetivos inflacionarios del Banco Central en el mediano plazo. Se sabe, dice, que esos objetivos están fuertemente amenazados en el plazo corto, por el aumento del precio del petróleo y otros precios, pero tal como lo señala la División de Estudios, no parece que se pudiera estar en un riesgo inflacionario hacia adelante, sino más bien se estaría topando con la parte más baja de nuestro rango y tal vez incluso yendo por debajo de esa cifra en el curso de ocho o diez trimestres. Ese cuadro, agrega, claramente muestra un cambio en el balance de riesgos que justifica revisar la posición que se ha mantenido en reuniones anteriores y cree que la revisión que se está realizando ahora se justifica plenamente en función de la información que hay a la vista y en particular de la nueva información que se recibió la semana pasada de parte del Ministro de Hacienda.

Enseguida, el Gerente de División de Estudios presenta las siguientes opciones:

“ El Informe presentado señala que se han ido configurando dos grandes escenarios posibles en el horizonte de los siguientes 12 a 24 meses. De un lado, el escenario “positivo” que apunta a que la desaceleración observada en la demanda interna en meses recientes es un fenómeno puntual que se revertirá por sí mismo a partir de condiciones monetarias que han ido adquiriendo un carácter más expansivo desde mayo pasado y el mejoramiento de las proyecciones para la economía internacional. En este escenario la inflación proyectada en el horizonte de política permanece esencialmente en el rango meta, suponiendo que se mantiene la actual instancia de la política monetaria, aunque la inflación total superaría el 4% por uno o dos trimestres antes de converger hacia 3% en el plazo de 4 trimestres. Es crucial para esta evolución de la inflación que haya una reversión en el precio internacional del petróleo hacia valores en torno a los US\$ 24 a 25 en el mismo horizonte. Asimismo, este escenario es coherente con una actividad económica creciendo poco más de 6% anual y un gasto global haciéndolo al 8% por año, con lo cual es previsible un desvanecimiento de las holguras en cuanto a capacidad hacia mediados de 2002.

El escenario “negativo”, en cambio, interpreta la evidencia más reciente de desaceleración de los indicadores de gasto privado y empleo y el deterioro de las expectativas privadas como la materialización de un cambio de tendencia más permanente en las condiciones macroeconómicas, que prorroga en el tiempo las holguras existentes en relación con la capacidad productiva del país, postergando a su vez la aparición de presiones inflacionarias y haciendo menos factible la materialización de efectos de segunda vuelta sobre la inflación a partir de los aumentos en los precios de los combustibles. Más aún, en este escenario se incrementa notoriamente el riesgo de que la inflación se pueda estacionar prolongadamente por debajo del 3% anual en el horizonte de 12 a 24 meses. Con base en los mismos supuestos generales del escenario anterior, la diferencia aquí estaría dada por un efecto más intenso sobre las decisiones de gasto de las personas en un ambiente de alto desempleo (y creciente en el margen), inseguridad laboral y alto endeudamiento previo, en tanto la recuperación de la inversión en sectores sensibles al gasto interno se vería postergada por la misma proyección de una demanda que demora en despegar definitivamente. La inversión en estos y otros sectores también se vería afectada por otros factores de orden microeconómico, aunque esto es válido en ambos escenarios. Con todo, el crecimiento de la actividad económica en este escenario “negativo” sería en torno a 5% anual en los próximos dos años, todo lo demás constante (incluida la TPM), en tanto el gasto interno crecería alrededor de 6,5% por año en el mismo período.



En el contexto de estos dos escenarios alternativos, las opciones de política monetaria que se abren son las de ***mantener*** (en caso que se suscriba el escenario "positivo") y de ***relajar*** (en caso que se sostenga el escenario "negativo"). Desde abril y hasta el 10 de agosto pasado, el Consejo otorgó más validez al escenario "positivo" y, en consecuencia, optó por mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual de 5,5%. Sin embargo, la evaluación de los riesgos ha ido cambiando paulatinamente conforme se ha ido validando una inflación subyacente por debajo de lo previsto y una serie de indicadores de demanda rezagados con relación a lo esperado en mayo pasado. Esto se ha reflejado en las opciones de política monetaria discutidas desde que se cambió por última vez la TPM (marzo), tal como lo muestra el cuadro 1.

Cuadro 1

| <u>Fecha Reunión</u><br><u>Política Monetaria</u> | <u>Opciones Consideradas</u> |                 |                  | <u>Decisión</u> |
|---------------------------------------------------|------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|
|                                                   | <u>Relajar</u>               | <u>Mantener</u> | <u>Endurecer</u> |                 |
| 11 de abril                                       |                              | XX              | XX               | Mantener        |
| 9 de mayo                                         | XX                           | XX              | XX               | Mantener        |
| 8 de junio                                        | XX                           | XX              | XX               | Mantener        |
| 11 de julio                                       | XX                           | XX              | XX               | Mantener        |
| 10 de agosto                                      | XX                           | XX              |                  | Mantener        |
| 27 de agosto                                      | XX                           | XX              |                  | ¿?              |

Los riesgos de las dos opciones consideradas en esta oportunidad están, por un lado, vinculados a la posibilidad de que se suscriba un escenario y efectivamente se dé el escenario alternativo y, por otro lado, a la lectura que haga el mercado de la información disponible, de la decisión del Consejo, de su oportunidad (incluida la convocatoria de esta reunión), y de su relación con otras políticas de gobierno.

Respecto de los riesgos de equivocarse de escenario, la información de gasto, inflación y empleo disponible más recientemente avalan un aumento en la probabilidad del escenario "negativo". Si se redujera hoy la TPM y finalmente la demanda recupera impulso más rápido y aumentan las presiones de inflación en el horizonte de política, eso llevaría a revertir esta reducción hipotética de hoy en un plazo breve, por lo que habría un costo de mayor inestabilidad de la TPM, con un eventual efecto en la credibilidad de la política. Al revés, si se mantiene la actual TPM y se confirma el escenario negativo, arriesgamos en el margen una tendencia inflacionaria que se mantiene claramente por debajo de 3% (en el horizonte de política) y una demanda agregada más aletargada. La evaluación de estos riesgos está fuertemente influida por la probabilidad subjetiva que se quiera dar a cada uno de los escenarios.

Más compleja resulta la evaluación de los riesgos asociados al *interplay* con el mercado. Hay, desde luego, un riesgo de que el mercado entienda la actual coyuntura de un modo distinto al BC. Por ejemplo, los agentes relevantes del mercado podrían estimar que es más probable el escenario "positivo" en circunstancia que el BC reduce su TPM apelando al escenario "negativo", con lo cual las tasas de interés de mercado podrían subir con un tipo de cambio que no se deprecia, desdibujándose en parte el efecto expansivo que se busca sobre la demanda interna. En una situación inversa, el mercado, después de conocer las últimas cifras de actividad y empleo, podría validar un espacio para bajar la TPM más temprano que tarde, para



estimular la demanda interna y el empleo sin efectos inflacionarios, siempre y cuando no se adoptaran otras decisiones de impulso en el área fiscal.

A lo anterior hay que agregar dos consideraciones: (a) el sentido de urgencia que tiene la convocatoria a esta reunión; a este respecto, la pregunta del mercado puede ser ¿nos dimos cuenta de pronto que la economía está bastante más mal?; y (b) la necesaria coordinación con las políticas del Ejecutivo frente a un diagnóstico de este último que claramente suscribe el escenario "negativo". En otras palabras, ¿qué cambios introducirá el gobierno en sus políticas, fiscales y otras, después que el Consejo adopte su decisión hoy? Cualquiera que sea la evaluación que se haga de estas interrogantes, se hace extremadamente importante la manera en que se articula frente a la opinión pública la posición del Banco Central (comunicado).

Si se toma la opción de relajar, la siguiente pregunta es en qué magnitud hacerlo. Las proyecciones que es posible realizar en el marco del escenario "negativo" permiten una reducción de 50 pb manteniendo a la inflación en el entorno de 3% anual en el horizonte de planeación. Una reducción de esta magnitud intensifica los riesgos mencionados respecto de la opción de relajar (con relación a una rebaja de 25 pb), pero también se aumentan los potenciales beneficios de una acción pronta y más definitiva en una economía que puede observar, al revés, una inflación prolongadamente por debajo de la meta de mediano plazo."

Antes de continuar en la consideración de estas opciones, estima el señor Presidente que es extremadamente importante conocer la versión del señor Ministro de Hacienda en cuanto a las medidas fiscales que pudieran tenerse previstas, ya que las proyecciones que se han hecho suponen que no hay medidas fiscales de apoyo a la economía de ninguna importancia macroeconómica y, por tanto, que se cumplen los compromisos de crecimiento del gasto público que ha hecho el gobierno de 3,3%, del gasto con un impacto macroeconómico y que el déficit de este año se reduce a un tercio del déficit del año pasado y que el año próximo se estaría alcanzando una situación estacionaria en materia de superávit estructural. Señala el señor Massad que sobre esa base se han hecho los estudios de la División y por tanto, esas bases tendrían que ser revisadas si la posición del gobierno es distinta y en eso es esencial tener la opinión del Ministro de Hacienda.

El señor Ministro de Hacienda expresa lo siguiente: "Para dar una respuesta breve respecto a los tres supuestos muy bien descritos por el Presidente del Banco, debo reafirmar que esa es nuestra intención en el evento en que el Banco Central bajara la tasa de interés de política en el orden de 50 puntos base. Nuestro diagnóstico se parece más al escenario pesimista y va un poco más allá. Hace ya un tiempo que en las conversaciones con el Banco Central hemos venido planteando nuestro temor a que en las últimas cifras, tanto la demanda como la producción, se han visto estancadas, que las cifras de doce meses no han acusado recibo por cuanto todavía las comparamos con un momento del ciclo anterior en que la economía no subía en niveles, pero desde luego que todos sabemos que a partir de aproximadamente agosto o septiembre la economía tuvo un fuerte impulso en niveles el año pasado, con lo cual y dado que no vemos ningún elemento positivo en el futuro cercano, excepción hecha del efecto rezagado de la reducción de las tasas largas, pensamos que el escenario más probable es que, sin cambios, la tasa de crecimiento en doce meses se desacelere en forma importante, no descartando la posibilidad de que esté en el orden de 3% a 4% en el último trimestre de este año y que nos encaminemos a una trayectoria de crecimiento moderado durante el 2001. Con este diagnóstico, al gobierno le parece que es imprescindible actuar para romper el círculo vicioso de mayor desempleo/menor consumo y menor consumo/mayor desempleo. Es evidente que la relación es en ambos sentidos y eso es lo

24



que condiciona que, a menos que uno le dé un impulso a la economía, ese círculo vicioso sólo tienda a profundizarse.

Hemos también analizado, con alguna detención, si el tema del desempleo se explica por una sustitución de factores o por un problema de nivel de producción, o por algo, y la hipótesis de que fundamentalmente es un problema de crecimiento, habida cuenta del rezago, no puede ser descartada. Así las cosas, me parece que la política apropiada es actuar sobre la demanda agregada, para recuperar bienes del empleo y del consumo y así de demanda y crecimiento y por tanto, de empleo. Nosotros no tenemos vuestra experiencia en materia de proyección de inflación, aunque respetamos plenamente vuestras decisiones, no obstante, con la información más reciente sabemos que la inflación subyacente ha estado dentro de un margen del orden estadístico básicamente estable y debajo del 3% por algunos meses y que la inflación IPCX1, esto es descontando los microbuses y otros efectos, está establemente situada por algunos meses debajo de 2%, por tanto, entendemos que el riesgo de intentar salir del círculo vicioso con una política de demanda, desde el punto de vista de una aceleración de la inflación es virtualmente inexistente dentro del presupuesto moderado.

Quisiera decir que no obstante todo lo anterior y reafirmando los tres supuestos de política fiscal que el Presidente ha señalado, y es más, fortaleciendo la concepción que el Ministerio de Hacienda tiene sobre cómo debe funcionar la política macroeconómica para llevar a un buen equilibrio y no a un mal equilibrio, que consiste básicamente en que el Fisco tiene como misión reequilibrar la balanza estructural hasta llegar a un nivel de 1% en el año 2001 y de allí en adelante simplemente tener una política neutral que permite permanecer en el año 2001 en adelante con el superávit de 1%, pero un elemento fuerte contracíclico. La circunstancia actual, esto es cuando estamos construyendo todavía ese superávit estructural, hace que la política fiscal sea moderadamente procíclica. No obstante lo anterior, en virtud de un esquema de coordinación de política, como decía, que nos lleve a un buen equilibrio, nosotros atribuimos fundamentalmente al Banco Central el manejo del nivel de demanda agregada vis a vis inflación, o sea, el manejo de la demanda agregada antes del punto de aceleración de inflación, mientras el Fisco tiene el deber de mantener la confianza a través de cuentas fiscales sanas y proveer los bienes públicos que en consideración del gobierno actual se puedan necesitar.

Con todo lo anterior, quisiera solamente terminar diciendo que el gobierno se propone, no obstante cumplir exactamente los tres supuestos que señalaba el Presidente, hacer medidas de carácter estructural y algunas de carácter simbólico, que no tienen una implicancia presupuestaria de primer orden, esto es, que se inscriben plenamente en la reducción a un tercio del déficit contable del Fisco entre 1999 y 2000 y que se inscriben también en el propósito declarado de tener un 1% de superávit el próximo año, cuales son el reprogramar con algunos meses de gracia el pago de impuestos atrasados que creemos debiera dar lugar a una recolección de impuestos en mora similar a los que operan por la vía de los cobros judiciales y por lo tanto, no habría costo fiscal. Enseguida, nos proponemos producir un adelanto en el crédito que el sector privado le da a cero costo al Fisco, mediante la acumulación de débitos del Fisco con el sector privado que se cancela sólo con motivo de la operación renta en mayo y nos proponemos por tanto, sobre la base del cálculo histórico de lo que han sido las devoluciones a personas naturales en el mes de mayo, devolver anticipadamente hasta un 50% de ese monto.

Una tercera medida que dice relación con dar un bono a las familias más pobres, realmente las familias más pobres que son las que reciben el subsidio único fiscal (subsidio de cesantía) que son alrededor de 800 mil personas en la extrema pobreza, un bono de 10 mil pesos que, dado que estas personas son alrededor de un millón, tendría un costo de diez mil millones de pesos, que podrían acomodarse sobre la base de la supresión de algunos



gastos contemplados de aquí a fin de año, gastos que van a ser suprimidos para cederle el paso a este bono y por tanto, una vez más que la política fiscal se sigue inscribiendo en el cometido de incrementar los gastos no más allá de un 3,3% este año. Las medidas de orden estructural creo que son un punto pacífico para todos, por cuanto no creo que sea necesario comentarlas."

El señor Presidente ofrece la palabra para que se comente las opciones.

El Vicepresidente señor Marshall cree que es bastante importante el diagnóstico que el Consejo transmita al tomar esta medida y manifiesta que su visión es tal vez un punto intermedio entre el escenario positivo y el escenario negativo que dio el señor Morandé, tomando en cuenta que los elementos del escenario positivo están presentes, ya que hay condiciones monetarias que han ido adquiriendo un carácter más expansivo y hay un mejoramiento de las proyecciones de la economía internacional. A eso, señala, se podría agregar que existe una política fiscal muy responsable y que ha demostrado ya durante el primer semestre ese compromiso con metas y con reglas; por el lado de la política monetaria también existe un mecanismo de política que es estable, predecible y transparente, de modo que los elementos que están presentes en aquel escenario que el señor Morandé llama positivo están plenamente vigentes, y eso lleva a pensar qué es lo que no está presente y por tanto, cuál es el elemento de diagnóstico. Cree el señor Marshall que lo que no está presente del elemento de diagnóstico es que hay algunos factores sin que las condiciones monetarias sean la causa. Nuestro diagnóstico, dice, no es que se interprete que las condiciones monetarias han sido restrictivas en los últimos meses y por tanto esa ha sido la causa de la lentitud de la demanda, sino que hay algunos factores que pueden ser analizados por el lado de la creación y destrucción de producto.

Por el lado de la destrucción, cree que el Presidente en algún momento dijo que el efecto de los desarrollos tecnológicos más recientes, para una economía como la chilena, significaba poner en duda ciertos empleos, incluso podría significar que las empresas puedan reducir sus plantas y sus costos y por esa vía acceder a tecnologías más modernas y por tanto, los aumentos de productividad se iban a producir, tal vez en el corto plazo, en disminuciones de empleo, aumento del desempleo, lo que es coincidente con una observación más bien casual. Dice no tener mucha evidencia de que el aumento de la tasa de desempleo en los meses más recientes de este año tiene alguna asociación mayor con estratos de mayor nivel de ingresos o mayor nivel de capital humano, evidencia más bien circunstancial, no muy poderosa, pero que se puede trabajar más. Entonces se observa un fenómeno de destrucción de producto por un lado, dado por aumento de productividad o por tecnología y eso normalmente se debe compensar en la economía con factores de creación. Por el lado de la inversión se observan flujos de capitales o financiamiento internacional relativamente modestos. Señala que tampoco existen los factores normales o tradicionales en donde operan estos factores de creación; la inversión extranjera durante este año ha estado algo más deprimida, el financiamiento internacional algo más bajo y cree que a eso se debe agregar también ciertas señales que el mercado analiza o procesa para tomar decisiones de inversión. Por lo tanto, dice, el resultado de esto es que esta no sincronía entre factores de destrucción y factores de creación de producto, en la medida que estos factores permanezcan en el tiempo, el riesgo de pasar al escenario negativo es mayor, el riesgo es simplemente encontrarse con que la trayectoria sea una trayectoria de menor crecimiento, porque no hay suficiente demanda. Cree que es importante, para él personalmente, hacer este análisis, por cuanto cree que lo que el Banco Central hace en cuanto a generar condiciones monetarias aún más expansivas o más favorables en la expansión de la demanda y lo que hace la autoridad fiscal, de acuerdo a lo anunciado por el Ministro, es coincidente con este diagnóstico, por lo que estima que es importante transmitir un diagnóstico que tenga coherencia. En el Banco Central



hacer una política más expansiva para asegurar que la demanda no va a seguir una trayectoria que no es la deseada, sino que va a seguir una trayectoria más dinámica porque las condiciones de la economía así lo permiten y al mismo tiempo la autoridad fiscal, junto con buscar soluciones específicas a temas concretos, genera señales y condiciones micro, condiciones estructurales, que son más favorables para la inversión.

Concluye el señor Marshall señalando que se queda con un escenario positivo en el cual se han introducido ciertos factores de rezago y frente a esos factores de rezago el Banco Central actúa con la política de generar condiciones monetarias más expansivas.

El Consejero señor Piñera manifiesta que las últimas cifras entregadas por el señor Ministro de Hacienda estuvieron muy presentes en la última reunión de política monetaria cuando el Banco claramente no aceptó bajar la tasa de política monetaria y la gran duda era si los dos meses malos eran transitorios o permanentes, y se dejó claramente establecido de que en la medida que las cifras negativas se fueran confirmando, en la próxima reunión el Banco estaría dispuesto a hacer una baja de tasa de interés y así quedó claramente reflejado en el comunicado del Banco Central. Cree que si hoy día se acuerda bajar la tasa en 0,5% es muy consistente con lo que se analizó en la última reunión de política monetaria, por lo tanto, señala estar de acuerdo con eso.

Lo segundo que estima que hay que tener presente, es que cuando se fijó la tasa de interés de un día, uno de los elementos más importantes para este cambio era hacer más flexible la tasa de instancia, poder moverla con más facilidad y que no fuera un trauma como era antes porque afectaba a 90 días. En ese sentido, dice, hay que tener una tasa de interés diaria más flexible, como tienen todos los países que usan tasas de interés flexibles.

En tercer lugar, el señor Piñera cree que además del asunto de la demanda interna del país, hay otros elementos no económicos que probablemente están afectando desde un punto de vista negativo y eso puede hacer aún más fuerte la caída en los términos de consumo futuro y también tener presente que este aumento sustantivo de inventarios que ha habido, que pueden haber sido inventarios deseados frente a una espera de un fuerte consumo, puede llevar a que si no se produce consumo, la gente empieza a bajar el nivel de producción y a bajar los inventarios, lo cual tiende un poco a agudizarse en la parte más negativa.

Enseguida se refiere al tema de capitales externos en que estamos muy cercanos a cero, aunque eso, dice, es genérico para todos los países emergentes de acuerdo al informe del Fondo Monetario Internacional, por lo tanto no es un problema atribuible a Chile y eso hace que no sea muy fácil que en el muy corto plazo venga una reversión fuerte, que llegue al país un gran flujo de capitales externos.

Y por último, hace un alcance al tema del empleo. Cree que va a tener que preocuparse quien le corresponda, porque va a costar volver a los niveles de empleo que había antes de la crisis, en parte, como planteaba el Presidente, por motivos tecnológicos, pero también en conversaciones con muchos empresarios, se tiene la impresión de que como en el país hubo un período de bonanza como de 14 ó 13 años, nadie estaba muy preocupado de achicar gastos. En la crisis, dice, hubo una fuerte rebaja de gastos y en personal, y hoy día se dan cuenta que puede producir igual que antes con menos gente, luego, las crisis tan profundas como ésta, en que hubo un período largo de bonanza, generan una mejoría en la eficiencia de uso de recurso humano, por lo tanto cree que va a ser complicado volver a niveles de empleo similares a los que había antes de la crisis. Las crisis originan mejoría de eficiencia, porque la gente trata de preocuparse de cada gasto.

fy



Concluye el señor Piñera señalando que tal cual lo dijo al principio, está muy de acuerdo con la rebaja de la tasa de política monetaria de 0,5%.

La Consejera señora Ovalle está de acuerdo con lo planteado por el Vicepresidente, don Jorge Marshall, en el sentido de que se encuentran en el escenario intermedio entre los escenarios positivo y negativo planteados por la División de Estudio. Cree que existen opciones para cualquiera de los dos escenarios, la diferencia está en que si ocurriera el escenario negativo, esto traería consecuencias graves para el país. Actualmente, dice, existe una pérdida de dinamismo en el crecimiento de la economía y no está amenazado el objetivo de inflación de mediano plazo, por lo cual ante la posibilidad descrita, está de acuerdo en bajar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Desormeaux señala que desde el punto de vista del Banco Central, en su opinión personal, sería altamente deseable tener un poco más de evidencia antes de actuar en una situación como ésta, en la cual existen dos escenarios y si uno se equivoca de escenario se corren riesgos que no son menores. Se minimizarían esos riesgos, dice, si se pudiera esperar, pero por otro lado está claro que una actuación oportuna del Banco Central puede significar que no sea la política fiscal la llamada a actuar. Así, aparece como una opción válida, una acción oportuna del Banco Central relajando la política monetaria. Cree firmemente que dentro de las razones que explican esta desaceleración de la demanda y del empleo no está solamente la introducción de nuevas tecnologías. Cree que aquí claramente hay, por una parte una disminución drástica en los flujos de capitales externos, tema que no solamente afecta a nuestro país sino que a todos los países emergentes y particularmente en América Latina, pero también hay aspectos que el Consejero Piñera llamaba "no económicos", elementos propios de nuestro país, como un clima de negocios enrarecido por propuestas de reformas y regulaciones que han reducido la confianza del sector empresarial. No hay duda, señala, que la primera prioridad desde el punto de vista político sería actuar en ese campo, pero la verdad es que cualquier corrección en ese campo sólo produciría efectos de manera muy gradual, por lo cual estima que esa consideración no cambia las dos opciones que se han considerado, las opciones del escenario más positivo cuya probabilidad se observa que ha ido cayendo en el tiempo y la probabilidad de un escenario más negativo o alguna combinación de ambos que, en cualquier caso, lleva a la opción de relajar la política monetaria en esta oportunidad.

El Presidente señor Massad manifiesta que también está por rebajar la tasa de interés de política en 50 puntos base. Le parece que está claro y firme el compromiso fiscal de una política que en el resto del año y probablemente en la mayor parte del próximo va a tener un sentido más bien restrictivo que expansivo y por lo tanto, la combinación de política económica más apropiada es una que en promedio tiene una política monetaria algo más expansiva que si estas cosas no ocurrieran.

También señala que no se puede esperar que el nivel de empleo en el futuro sea muy fácilmente el que había en el pasado, de hecho, dice, nos estamos comparando con una tasa de desempleo de los años 1996/1997 que reflejó un momento de una economía que crecía a un ritmo insostenible, con niveles de gasto insostenibles y por tanto, es muy probable que esas cifras no sirvan de referencia para pensar en los niveles "normales" de lo que podría ser en el país el empleo de la fuerza de trabajo y que esa cifra o que esos niveles normales sean más altos que los que se observaron en ese período, a menos que reformas estructurales en el campo de la flexibilidad laboral, en el campo del capital humano incorporado, etc. permitan hacer un cambio que vaya más allá de lo que sería el cambio normal por meras medidas de tipo macroeconómico. De modo que su sugerencia en esto sería no mirar hacia los años 1996/1997 como la cifra con las cuales debiéramos compararnos en materia de



desempleo, sino más bien mirar algo más atrás que eso, cuando la economía crecía a ritmos que eran verdaderamente sostenibles. Agrega que no debíamos esperar ninguna reacción inmediata en los niveles de empleo, porque es muy probable que los próximos meses puedan señalar cifras que sean aún más difíciles que las que se está viendo ahora, por el sólo proceso del cálculo, que es un promedio trimestral y desea dejar constancia que si se observara algún grado de deterioro en esos promedios trimestrales, no le servirían como una base para decir que la política monetaria debiera flexibilizarse aún más, porque es una información que ya está incorporada en los estudios y en la discusión que se ha tenido hoy día. Agrega que esto no significa que no se pueda alterar la tasa en el futuro en cualquier dirección, si las circunstancias así lo indican, pero esa mera circunstancia de que la cifra de desempleo promedio trimestral continúe deteriorándose todavía durante un par de meses, no se debería considerar como un argumento suficiente para nuevos cambios en la política monetaria, porque podría llevar a una sobrereacción que pudiera poner en peligro todo un conjunto de políticas y señala que se refiere aquí no sólo a la política monetaria. Cree que se justifica dar el paso que entiende estaría aprobado por la unanimidad de los Consejeros, estima que la redacción del comunicado tendrá que ser especialmente cuidadosa y es lo que se analiza a continuación.

En consecuencia, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**09-01-000828 – Tasa de Instancia Monetaria.**

***El Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, a UF más 5,0%.***

***Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.***

Se retira el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

Finalmente, el Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“En el curso de la semana pasada, el Ministro de Hacienda puso a disposición del Banco Central información reciente y relevante sobre el comportamiento de indicadores de producción, ventas y empleo a nivel nacional. El Consejo del Banco Central, vistos la información mencionada y otros antecedentes que sirven de base a las proyecciones de mediano plazo de la inflación, convino en adelantar al día de hoy la reunión de política monetaria programada para el próximo miércoles 6 de septiembre.

En esta reunión se analizó la evolución reciente de la economía, y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses. Los antecedentes examinados señalan que, si bien la actividad económica continúa en una trayectoria de crecimiento, el ritmo de la expansión de las ventas internas y el empleo han descendido en meses recientes, en tanto que la inflación subyacente se mantiene estable. La persistencia de tasas de desempleo elevadas, junto con el consiguiente deterioro de las expectativas económicas, llevan a proyectar un crecimiento más moderado de la demanda interna, a pesar de que las condiciones monetarias se han tornado más expansivas en los últimos meses. Ello implica la proyección de una tasa de inflación en el mediano plazo que, no obstante los efectos



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 9  
Política Monetaria  
28.08.2000 15.-

visibles de los aumentos de los precios de los combustibles, evolucionaría hacia niveles por debajo de 3% en el horizonte de política.

Basado en el análisis anterior, y tomando en cuenta las holguras existentes, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, a UF más 5,0%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.

Esta decisión se adoptó en el marco del compromiso del gobierno en orden a que el gasto fiscal con efecto macroeconómico crezca en un 3,3% este año y a la consecución de un superávit estructural de 1% del PIB a fines de 2001. Las metas fiscales fueron reiteradas por el Ministro de Hacienda en la reunión del Consejo.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con toda la flexibilidad que exijan las circunstancias, de modo de confrontar los riesgos que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria de mediano plazo de la inflación en relación a su meta."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,15 horas.

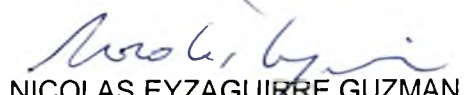
  
JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

  
CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente

  
PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero

  
MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

  
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

  
NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN  
Ministro de Hacienda

  
MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 10  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 10 de octubre de 2000

---

En Santiago de Chile, a 10 de octubre de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;  
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica,  
don Pablo García Silva;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 8 y 9, celebradas el 10 y el 28 de agosto de 2000, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta de las Sesiones N°s 8 y 9, celebradas el 10 y 28 de agosto de 2000, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Resolución sobre Minutas de las Actas correspondientes a las Sesiones N°s 7 y 8, celebradas el 11 de julio y el 10 de agosto de 2000, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas de las Actas de las Sesiones N°s 7 y 8, celebradas el 11 de julio y el 10 de agosto de 2000, las que se aprueban sin observaciones.

*Handwritten signature in blue ink.*



### III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, presenta el siguiente informe:

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

En septiembre último, la inflación medida por el IPC alcanzó 0,6% mientras que la inflación medida por IPCX fue de 0,4% y la del IPCX1 se situó en 0,1%, con lo cual las tasas de variación anual son de 4,2%, 3,0% y 1,5%, respectivamente. Las mayores variaciones se presentaron en aquellos servicios regulados asociados al dólar y a los combustibles, como transporte, electricidad y teléfonos. Adicionalmente, se presentaron reajustes en alimentos perecibles por efecto de la estacionalidad propia de esta época del año. La tendencia de la inflación aumentó ligeramente respecto de agosto, pero permanece controlada en 3,0% anual.

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 transables muestran reajustes asociados sólo a los combustibles.

La inflación de los bienes transables, como resultado de la evolución de los precios de combustibles, aumentó 0,6%, más de medio punto porcentual sobre lo observado el mes anterior, alcanzando una variación de 2,6% en septiembre último (anual). Al interior de los transables, la tendencia decreciente de los precios de bienes durables se confirma con la evolución de los precios del vestuario que, a diferencia de lo habitual, este año no presentaron aumentos con motivo del cambio de temporada. Aún no se observa una recuperación de los márgenes de comercialización, a pesar del 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 entre marzo y septiembre. En conjunto, el IPCX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, alcanzó una variación de -1% (anual) durante septiembre.

Los precios mayoristas continuaron siendo afectados tanto por el aumento en el precio del petróleo como por la depreciación del tipo de cambio sumado al aumento del precio del cobre. En septiembre el incremento del IPM total alcanzó a 12,1% en doce meses, cifra superior al 11% observado en agosto pero inferior a las variaciones de 13,1% y 12,5% de junio y julio respectivamente. Este incremento se explica por el aumento de precio de los productos mineros (asociados al petróleo y al tipo de cambio) y de los productos industriales nacionales.

La inflación de los no transables continuó mostrando un incremento. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad y los servicios telefónicos, cuya inflación ha pasado de tasas negativas, del orden de -1% a fines de 1999, a incrementos por encima de 10% en septiembre último. Estos aumentos reflejan, en parte, los efectos secundarios sobre los precios regulados del choque petrolero y el aumento del tipo de cambio.

Wash  
Ego



Una novedad se refiere a la evolución de los salarios nominales. La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó un aumento entre julio y agosto de 5,0% a 5,6% (anual), mientras que el costo de la mano de obra pasó de 4,3% a 4,8% (anual). Asimismo, los salarios privados tuvieron un ritmo de crecimiento superior pasando de 4,4% a 5,1% (anual). Estas cifras son coherentes con el traspaso rezagado a los salarios de aumentos de precios anteriores, por la indización de los contratos, y con las expectativas inflacionarias para el presente año. Es importante señalar que la recuperación de la productividad media del trabajo durante el año ha amortiguado el impacto sobre los costos del aumento salarial.

En septiembre las paridades de referencia o precios de importación del FEP se reajustaron en cifras del orden de 10% para la gasolina y 18% para el diesel. Los precios de importación continúan siendo superiores al techo del FEP pero se ha reducido el tamaño del subsidio a los consumidores. La reducción del precio internacional del petróleo en los últimos días respecto de los niveles de septiembre permitirá reajustes menores en los precios internos de los combustibles. Sin embargo, la volatilidad de estos precios en el mercado internacional introduce incertidumbre a las proyecciones.

Para octubre se proyecta una inflación IPC del orden de 0,4%-0,5% (mensual), con lo que la inflación IPC será del orden de 4,3%-4,4% (anual). Esto se debe a incrementos de precio de los combustibles, de los perecibles (por la estacionalidad normal del período) y un posible aumento en las tarifas de la locomoción colectiva. Es importante resaltar que en la proyección de perecibles aún hay un alto nivel de incertidumbre. La información de precios disponible a la fecha no anticipa los aumentos de precios característicos de la estación con una incidencia en el IPC menor que 0,05. Sin embargo, si se revisa el comportamiento histórico, la incidencia de este grupo podría aproximarse a 0,2. En este caso la inflación IPC del mes se ubicaría entre 0,5% y 0,6%. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento menor durante el mes de octubre (0,3-0,4%), por lo que la inflación subyacente alcanzaría un nivel de 3,2%.

## II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

### 1. Escenario Internacional

La principal novedad en el escenario internacional tiene relación con la moderación del precio del crudo en los mercados, luego del importante aumento hasta cerca de US\$35/bb Brent observado a principios de septiembre. Aparentemente, la decisión del gobierno estadounidense de liberar parte de las reservas estratégicas de crudo descomprimió la presión especulativa en el mercado, producto de la aparente escasez de combustible para calefacción entrando al invierno boreal. La política de precios y producción de la OPEP, sin embargo, continúa siendo poco clara y tampoco existe certeza acerca de la voluntad real del cartel por aumentar la producción.

Por otra parte, continúa consolidándose la percepción de una moderación del crecimiento en las principales economías. El escenario central para la economía norteamericana sigue siendo el de una desaceleración, pero hacia tasas de crecimiento elevadas. En efecto, recientemente el crecimiento del PIB del segundo trimestre en los EE.UU. fue revisado al alza hasta 5,6%, lo que revela que, pese a la aparente desaceleración de la economía norteamericana, ésta sigue dinámica. La Reserva Federal mantuvo su tasa rectora en 6,5% en la reunión de fines de septiembre, lo que en todo caso era esperable por la proximidad de las elecciones



presidenciales. De todas formas, la Fed está preparada para reaccionar frente a posibles presiones inflacionarias, lo que los mercados aparentemente interpretaron como el anuncio de un nuevo aumento de 25 puntos base hacia fines de año. En efecto, luego de la reunión el NASDAQ cayó más de 3%. Las tasas largas por su parte continúan en niveles cercanos a 5,9%, pero su evolución en el corto plazo estará determinada por la evidencia sobre la magnitud de la desaceleración.

En Europa, en tanto, el BCE aumentó recientemente su tasa de política en 25 puntos básicos, hasta 4,75, luego de un aumento de 50pb. a principios de junio. Si bien un aumento de esta magnitud era esperado en algún momento del segundo semestre, la oportunidad parece haber tomado por sorpresa a los mercados. El BCE ha argumentado que le preocupa un aumento desmedido en la inflación de la zona, producto tanto de la debilidad del Euro como del elevado precio del petróleo. Sin embargo, no es descartable que el BCE implícitamente esté intentando sostener el valor del Euro, lo que también se deduce de la reciente intervención concertada en los mercados cambiarios por parte de los principales bancos centrales.

En todo caso, existe una percepción generalizada en los mercados acerca de la conveniencia de una eventual depreciación del dólar. Esto aparece como un ingrediente fundamental dentro de la convergencia de la economía norteamericana a tasas más moderadas de crecimiento, y es consistente a su vez con una disminución de su déficit en cuenta corriente. Desde el punto de vista de mercados emergentes, esto traería una mayor abundancia de capitales así como una depreciación relativa de los tipos de cambio reales respectivos. Hasta ahora, dicha depreciación no se ha producido y el Euro se mantiene en niveles levemente superiores a los alcanzados previo a la intervención de los bancos centrales.

El continuado dinamismo de la actividad en los EE.UU., junto con la evolución de los mercados cambiarios, ha aumentado levemente la incertidumbre respecto a la real magnitud de la desaceleración de la economía norteamericana, así como acerca de la trayectoria de la inflación en las principales economías. Esto puede explicar porqué la disminución de los premios soberanos a economías emergentes observado hasta julio se detuvo. Para el caso de Chile, éste se ha estabilizado en los 200 puntos básicos, nivel algo superior al esperado para fines de este año en nuestras proyecciones. A su vez, el premio de otras economías emergentes como México ha venido disminuyendo en forma importante, y la participación de Chile en las carteras de inversión se ha reducido.

Los precios de los principales productos exportados continúan mostrando desarrollos positivos, en línea con la mejoría de las proyecciones para el 2000 y 2001 presentadas en el Informe de Política Monetaria de Septiembre.

## 2. Mercados Financieros en Chile

En Chile, la tasa de política monetaria se redujo a 5,0% en la reunión de política monetaria del 28 de agosto. Las tasas de corto plazo se ajustaron al nuevo nivel de la tasa de política monetaria, como lo evidencia la tasa del PRBC a 90 días que se mantuvo en torno a 5,0% durante septiembre. Las tasas de más largo plazo, en cambio, si bien mostraron una reacción inicial a la baja, volvieron a los niveles observados con anterioridad a la disminución de 50 puntos base en la TPM, incluso levemente por encima. Así, la tasa promedio de los PRC a 8 años durante septiembre fue de 6,20%, que se compara con un 6,17% promedio en agosto. Hacia fines de septiembre ésta llegó a elevarse por sobre 6,25%. Con todo, el efecto de las tasas de interés sobre las condiciones monetarias ha sido marginalmente expansivo,



con un menor nivel en las tasas de corto plazo pero estabilidad en las tasas de largo plazo, que influyen con mayor fuerza sobre la demanda agregada.

La evolución de las tasas de interés ha sido coherente con las expectativas privadas. Así, para los próximos 6 meses se espera un aumento de sólo 25 puntos base para la tasa de política monetaria y una estabilización en torno a 6,0% hacia fines del 2001, mientras que para las tasas largas se espera que se mantengan en torno a 6,3% hacia fines de este año y alcancen a 6,4% hacia fines del 2001. A su vez, el recargo respecto del PRC a 8 años de los instrumentos de renta fija de largo plazo emitidos por privados se ha mantenido en promedio estable entre enero y agosto, con una baja marginal en letras hipotecarias y un movimiento opuesto en los bonos de empresas, permaneciendo aún por sobre su promedio histórico. En síntesis, el costo del crédito interno se ha reducido sólo levemente a pesar de la disminución en la tasa de política monetaria.

Hasta agosto, la evolución de los agregados monetarios más líquidos mostraba señales débiles de recuperación en el circulante, mientras que en el dinero privado parecía consolidarse una tendencia positiva. Sin embargo, durante el mes de septiembre el crecimiento mensual real desestacionalizado fue positivo para el circulante pero negativo para el dinero, lo que refuerza la percepción de una lenta recuperación en la demanda interna. Esto también se refleja en los agregados monetarios más amplios (M2A y M7) y en la evolución del crédito financiero doméstico al sector privado, cuyo nivel desestacionalizado se observa estancado. Cabe destacar que el crecimiento mensual real desestacionalizado de las colocaciones a personas continúa en una tendencia negativa, tanto en su componente de créditos destinados a consumo como a vivienda. Las colocaciones a empresas, por su parte, muestran un repunte leve en las colocaciones comerciales y otras, mientras que el componente de créditos de comercio exterior observa una alta variabilidad, lo cual es habitual.

Entre julio y agosto, antes de la reunión de política monetaria del día 28, el peso se transó en un rango entre \$533 y \$557 por dólar, con posterioridad a dicha reunión llegó a situarse cerca de los \$570. No obstante, desde fines del mes de septiembre se ha observado una paulatina disminución en el tipo de cambio observado, alcanzando actualmente un valor cercano a los \$560 por dólar. Esto significa una depreciación del orden de 2,6% respecto del dólar y de entre 0,6% y 1,0% respecto de una canasta más amplia de monedas (TCM5 y TCM). Estas cifras se enmarcan dentro de lo proyectado en el informe de septiembre, y se espera que el tipo de cambio real se mantenga estable respecto de sus valores recientes.

A su vez, la trayectoria de depreciación implícita en los precios de futuros del dólar es similar a la observada durante los meses de julio y agosto antes de la reunión de política monetaria del día 28. La depreciación esperada para el peso respecto del dólar en el rango de 2,5% a 3,0% dentro de un horizonte de 1 año. En cambio, la trayectoria de depreciación implícita en los mercados futuros para el TCM5 es actualmente del orden de 3,5% en un año, alrededor de 1% menor que lo observado en julio y agosto, producto de perspectivas de una trayectoria de apreciación más suave para las monedas de la zona Euro y la libra respecto del dólar.

Con todo, las condiciones monetarias se han tornado levemente más expansivas tras la disminución reciente de las tasas cortas y la depreciación del tipo de cambio real.



### 3. Demanda y Oferta

Durante el tercer trimestre, la recuperación de la actividad continuó mostrando la trayectoria de expansión moderada que se observó durante la primera mitad de este año. Estimaciones preliminares indican que la actividad global se expandiría en torno a 6% (variación anual) durante el tercer trimestre del 2000. El dinamismo del sector de transporte y telecomunicaciones ha sorprendido positivamente. No obstante ésto, la velocidad de crecimiento trimestre a trimestre continúa siendo moderada.

A su vez, persiste una recuperación sólo gradual de la demanda interna. En términos agregados, el gasto interno habría crecido un 6,6% (variación anual) durante el tercer trimestre, lo que, al igual que el PIB, refleja crecimientos ocurridos con anterioridad. Este menor dinamismo se aprecia en que la recuperación de la formación bruta de capital fijo progresa lentamente, principalmente el componente de maquinaria y equipos. Por ejemplo, las importaciones de bienes de capital se han mantenido constantes, alrededor de los US\$ 300 millones en términos desestacionalizados, desde abril. En parte esto se ha compensado por el modesto incremento de la construcción y de los permisos de edificación a lo largo de este año. Con todo, la formación bruta de capital presentaría una expansión anual algo superior a 5% durante el tercer trimestre.

De la misma forma, el consumo privado sigue viéndose afectado negativamente por la persistencia de tasas elevadas de desocupación y los altos niveles de endeudamiento de los hogares. De hecho, las ventas del comercio y de supermercados muestran caídas en el margen, al igual que las ventas de vehículos nuevos y las importaciones de bienes de consumo. Éste último fenómeno se asocia también a un menor dinamismo en la acumulación de inventarios, producto probablemente de que a lo largo del primer semestre se acumularon inventarios previendo una recuperación más acelerada del consumo durante el año. Al no concretarse estas expectativas, a nivel del comercio las necesidades de inventarios son por tanto menores. Las compras de bienes durables, por su parte, no han mostrado este cambio en la trayectoria en el margen, posiblemente como resultado de la contracción de márgenes en el comercio que ha acotado el incremento en precios. Sin embargo, los niveles actuales de dichas compras son aún inferiores a los observados en 1997 y 1998.

Es previsible que mientras la situación en el mercado laboral no mejore, no repuntará el consumo privado. Ello es coherente también con el mayor pesimismo de los últimos meses. La ocupación no sólo está estancada en la construcción desde principios de año, sino que adicionalmente el empleo en la industria y los servicios ha mostrado un retroceso desde mayo a la fecha. Esto incide en que, en términos desestacionalizados, la tasa de desocupación haya aumentado casi un punto porcentual entre los trimestres móviles terminados en mayo y agosto, alcanzando en dicho período un 9,6% (10,6% con efectos estacionales). Esto es producto de que no sólo continúa el incremento en la desocupación de los hombres, sino que además ahora también aumenta la de las mujeres.

A su vez, esta situación deprimida en el mercado laboral se ve resaltada por la caída reciente de la tasa de participación, enfatizando que la fuente de la desocupación no está asociada con la oferta de trabajo.

Como consecuencia, no se observan presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral. El repunte de las remuneraciones en el margen obedece por tanto únicamente al efecto de cláusulas de indización automáticas, efecto que era



previsible desde principios de año.

Las novedades en materia de política fiscal tienen relación con el envío de la Ley de Presupuestos para el año 2001. Si bien los supuestos tras la elaboración de esta ley son algo más optimistas que el mercado en términos de crecimiento e inflación, esto no incide en un sesgo particular en la proyección de los agregados fiscales. Esta ley tiene como uno de sus principales hitos un crecimiento del gasto con impacto macro de 8% en términos nominales, coherente con el logro de un superávit estructural de 1%. Esta estimación es conservadora si la inflación termina siendo algo mayor. Por su parte, la recuperación esperada de la economía lleva a proyectar un déficit contable de 0,1%. Este nivel es similar a la nueva proyección para el año 2000, lo que revela el efecto contrapuesto de mayores ingresos tributarios para el próximo año pero menores ingresos por privatizaciones. El superávit ajustado alcanzará alrededor de 0,3% del PIB.

Es a su vez destacable que el Presupuesto considera un incremento de la inversión de 8%, financiado con un mayor ahorro público. Esto se ve compensando en parte con un crecimiento algo menor del gasto corriente y de las transferencias.

El lento crecimiento de la demanda interna es coherente con el menor dinamismo exhibido por las importaciones, en particular las no petróleo. Éstas presentan una caída en términos desestacionalizados entre el segundo y tercer trimestres. Información preliminar a septiembre muestra un nivel inferior a los US\$1300 millones. Con todo, las importaciones en términos reales se expandieron cerca de 6,5% a lo largo del tercer trimestre. Por otro lado, las exportaciones continúan con un dinamismo similar al observado en el último año y medio, lo que confirma los efectos de la consolidación del crecimiento mundial y de la persistencia del tipo de cambio real en niveles elevados. En términos globales, se espera que las exportaciones hayan crecido 6,9% (anual) en el tercer trimestre.

Al igual que en el Informe de Política Monetaria de septiembre, las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento de la economía son consecuentes con un escenario de recuperación lenta de la demanda interna, lo cual trae consigo un tipo de cambio real más depreciado y tasas de interés que permanecen por mayor tiempo en niveles bajos. Por ahora, no se avizoran antecedentes que anticipen un cambio de escenario para el crecimiento económico. Evidencia en esa dirección fundamentalmente descansará en la evolución del mercado laboral y de las remuneraciones. En todo caso, el positivo desempeño de algunos sectores específicos, como Transporte y Telecomunicaciones, permite presagiar que el crecimiento de la economía para este año pueda terminar siendo un par de décimas superior a la proyección de 5,6% contenida en el reciente Informe de Política Monetaria. Los principales factores de riesgo, en todo caso, se relacionan con la persistencia de una lenta recuperación de la demanda, y una continuada situación de holguras en el mercado laboral. Por el lado externo se sigue consolidando el aterrizaje gradual de la economía norteamericana, pero se han abierto algunas interrogantes respecto del posible efecto de un petróleo más caro sobre el crecimiento mundial.

#### **4. Expectativas de Inflación**

Las expectativas inflacionarias del sector privado, según la encuesta de expectativas de septiembre, se ubicaron en niveles superiores a los de agosto, 4,2% hacia fines de año. Cabe destacar que las expectativas hacia el 2001 pasaron de 3,5% en agosto a 3,8% en septiembre. Los antecedentes relativos a la encuesta de octubre se conocerán la próxima semana. Al mismo tiempo, el premio pagado por



papeles nominales versus reajustables a 1 año aumentó de un promedio de 4,5% en septiembre a 4,7% que corresponde al primer dato observado en octubre.

## 5. Conclusiones

En resumen, los resultados recientes no alteran esencialmente el panorama macroeconómico que se presentó en el Informe de Política Monetaria de Septiembre: a partir de una tasa de política monetaria de 5% estable durante el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual algo mayor que 6% en los próximos veinticuatro meses, sin generar presiones inflacionarias. Es difícil anticipar con precisión en cuánto terminará la inflación anual en diciembre, debido a las inciertas perspectivas para los perecibles y otros productos. En todo caso, el escenario central sigue considerando una trayectoria de convergencia a niveles cercanos al 3% a lo largo del 2001.

Los riesgos asociados a este escenario base son similares a los discutidos en el Informe de Política Monetaria. En primer lugar, existe incertidumbre respecto a la evolución del gasto interno en el mediano plazo. En segundo lugar, el comportamiento reciente del petróleo en los mercados internacionales ha mostrado una volatilidad que ya es característica, pero se mantiene dentro de los márgenes previstos en el reciente Informe de Política Monetaria.

La información a septiembre revela que la inflación subyacente continúa controlada, debido a la falta de efectos de segunda vuelta sobre los precios más vinculados a la demanda interna. El incipiente aumento en los salarios nominales es consecuencia del aumento inflacionario a principios de año, y de hecho el costo de la mano de obra ha crecido menos. Por su parte, la política fiscal para el año 2001 aparece alineada con los compromisos del Ministerio de Hacienda. En todo caso, el Banco Central deberá estar atento a la evolución del mercado laboral y del gasto interno, para así poder detectar a tiempo algún cambio de tendencia que señale el inicio de una recuperación más vigorosa de la demanda. Sólo en esa circunstancia es previsible que se generen presiones inflacionarias.

El Presidente ofrece la palabra a los presentes.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que su impresión es que respecto a la reunión pasada, hoy día se están enfrentando mayores riesgos hacia al alza en la inflación respecto del pronóstico dado y vienen de cuatro fuentes que están en el Informe. Señala que las expectativas de inflación del sector privado se han elevado significativamente de 3,5% a 3,8% para el año 2001, lo que quiere decir que a 14 meses respecto de hoy día, se estaría con una inflación del sector privado en tres décimas hacia arriba y 80 puntos base por encima del centro de la meta de inflación rango definida para el mediano plazo, lo cual es significativo y serio.

En segundo lugar, indica que se ha consolidado el alza del petróleo en niveles sobre US\$ 30, hoy día el Brent estuvo a US\$ 31 por barril y ha estado en US\$ 30 los últimos días. Esta evolución del mercado contrasta con nuestras optimistas proyecciones anteriores, dice, en torno a US\$ 28, con un patrón declinante para los próximos 24 meses.



En tercer lugar, señala que en el informe se destaca un fuerte aumento del crecimiento de las remuneraciones y del costo de la mano de obra, lo que es particularmente sorprendente a la luz de la baja creación de empleo. El cuarto elemento de riesgo es el factor de mayor crecimiento del PIB en el presente año, que es superior en dos décimas al crecimiento proyectado en el informe anterior.

Indica el señor Schmidt-Hebbel que la combinación de estos cuatro nuevos elementos plantea un mayor riesgo inflacionario para el horizonte de la política monetaria, debido a la doble conjunción de un aumento esperado en los márgenes de comercialización y en el coeficiente de traspaso de devaluación a inflación, a medida que se recupere el gasto, el empleo y el producto.

El Consejero señor Desormeaux se suma a la preocupación que ha señalado el señor Schmidt-Hebbel ya que la cifra del IPC supera el 4% a partir de este mes. Le preocupa que el propio Informe señala que cifras en torno al 3%, que es el centro de nuestra banda, no se verían hasta el año 2002 y por cierto, el alza de las remuneraciones también es preocupante aunque haya una buena hipótesis de cómo se ha producido y se tenga el consuelo de que está siendo compensado por aumentos de productividad. De todo ello, señala que lo más inquietante es que el mercado esté pensando que la inflación va a ubicarse en un 3,8% el año 2001. Cree que son señales que debieran preocuparles, pues esto sucede, además, en un momento en que la economía comienza a tener una expansión algo más rápida en el segundo semestre.

Discrepa con un juicio que se hace en el informe en el cual se dice que en los datos recientes la expansión del PIB sigue siendo moderada. Cree que no es así, pues un cálculo preliminar que él ha hecho, le indica que la expansión en el margen es más bien una expansión en torno al 7% o al 8% en el tercer y cuarto trimestre.

En definitiva, dice compartir el juicio de que si se suma a estos factores el hecho de que el precio del petróleo se ha quedado en niveles mucho más altos de lo previsto, y que el PIB va a comenzar a tener una expansión más rápida, se configura un cuadro que es relativamente preocupante para la credibilidad del Banco Central y desde ese punto de vista, cree que hay que poner mucha atención en la evolución de estos indicadores.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, contestando a los puntos planteados, señala que en relación al crecimiento del PIB, cree que desde la perspectiva de inflación no es algo preocupante, porque va asociado al incremento del sector de telecomunicaciones, dicho de otra forma, es como un aumento asociado entre crecimiento PIB y productividad, o sea, ahí no hay consecuencias inflacionarias, no hay un estrechamiento de las condiciones de los mercados internos y por lo tanto, no piensa que esto vaya a ser un factor de cuidado si hay una corrección sólo por ese hecho en las proyecciones de crecimiento.

En relación al precio del petróleo, su impresión es que las últimas cifras son mejores, aunque no se atreve a dar una seguridad al respecto, porque hay mucha volatilidad, pero las cifras, dice, fueron peores en agosto y ayer y hoy, por lo menos, se ha visto una



disminución en el precio de las gasolinas, debiéndose distinguir aquí entre lo que es la situación del mercado Brent de lo que es el mercado de las gasolinas. Señala que en el mercado de las gasolinas, anteriormente estábamos mucho más mal ya que había una fuerte discrepancia y un fuerte aumento del precio de éstas por sobre lo que había sido la evolución del Brent. Esta situación se ha normalizado la semana reciente, por eso las cifras recientes indican que estamos mejor de lo que estábamos en agosto.

Con respecto a los factores de cuidado que se señaló, indica el señor Herrera que el aumento de la expectativa inflacionaria ciertamente es un factor de preocupación en el cual hay que mantener puesta la vista. Explica que se produjo un incremento de 3,5% a 3,8% en las expectativas de inflación del año 2001 y eso, por la información muy preliminar que se tiene de la encuesta de septiembre, se mantendría también durante ese mes. En parte eso refleja que las propias proyecciones de IPC para el 2001, también se elevaron hasta un nivel de 3,5%. Agrega que la discrepancia entre sus proyecciones respecto a la inflación del 2001 y la del mercado se ha mantenido en aproximadamente medio punto, señalando que las proyecciones para fines del año 2001 son del orden de 3,3% y las del mercado son de 3,8%.

En relación al otro factor de cuidado que se relaciona con el aumento de las remuneraciones, señala el señor Herrera que también a veces son números volátiles y habría que poner esas cifras en contexto y ver si se mantiene ese comportamiento. En cambio, agrega, el fenómeno de las expectativas, probablemente sí se va a mantener en el tiempo.

A continuación, el Gerente de la División Internacional, don Guillermo Le Fort, manifiesta que desea discutir un poco respecto a la situación de la economía internacional, porque ella también afecta las perspectivas para la evolución de la economía interna y de las presiones inflacionarias. Cree que la información que se tiene de las últimas cifras va más por una trayectoria de desaceleración de la economía norteamericana más pronunciada de la que se veía anteriormente y eso, tanto por lo que implican ciertos elementos de la economía real, que muestran un trimestre de otoño con una menor demanda agregada que la que inicialmente se esperaba, como también ciertos elementos financieros que pueden ser muy indicativos de la conducta futura del consumo. Las bolsas en los Estados Unidos, dice, hoy día presentan niveles de precios muy inferiores a los que se dieron en un momento, muy particularmente las relacionadas con empresas tecnológicas. Los resultados de empresas que han aparecido tampoco han sido muy favorables y todo eso contribuye a que, hacia el futuro, se tenga una evolución de la demanda agregada norteamericana, probablemente del consumo, menos cesantía. Y esta desaceleración de la economía norteamericana no tiene una sustitución en procesos de aceleración de la actividad en otras regiones y la economía mundial, como un globo en total, debería entrar en una fase de desaceleración, que a lo mejor las cifras promedio que son ahí calculadas no la muestran en toda su intensidad, por lo menos la que podría darse, porque la recuperación en Europa ya al parecer ha llegado a un máximo, se debería ver alguna desaceleración en la actividad de este continente; Japón tiene una recuperación extremadamente lenta, son solamente los países en desarrollo, el Asia emergente y América Latina que no tienen un peso demasiado grande, por lo menos, desde el punto de vista de lo que nos afecta, los que están continuando ese proceso de recuperación.

En ese sentido, señala el señor Le Fort, las condiciones de la economía externa deberían ser de una menor demanda y favorables a una condición de inflación menor. Además, la forma en que se está dando la desaceleración de la economía norteamericana con

eg



caídas fundamentalmente de precios de acciones más que con alzas de tasas de interés, puede tener también efectos distintos sobre nuestro tipo de cambio y generación de presiones inflacionarias de una manera también diferente.

Por último, manifiesta que si el ajuste tuviese que ser intensivo en tasas de interés, se podría observar impactos cambiarlos hacia Chile. Agrega que el ajuste de la economía norteamericana se está dando de una forma más basada en cambios de expectativas y modificación de los precios de los activos y factores de riqueza y es distinto el impacto que puede tener eso sobre nuestro tipo de cambio que no tendería a una depreciación tan pronunciada.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional, don Gonzalo Sanhueza, refiriéndose al precio del petróleo, está de acuerdo en que el mercado spot está más tranquilo que en agosto pero cree que lo que es preocupante, es que el precio futuro ha ido subiendo paulatinamente. Señala que la estimación para el próximo año, lo que está en el Informe de Política Monetaria, es 26 dólares por barril y si se observa el precio futuro hoy día, el promedio del próximo año es de 29 dólares y cuando se hizo el informe, ese precio era de 28 dólares, entonces de alguna manera, dice, el precio futuro se ha visto al alza en relación al petróleo.

Respecto a la economía americana comparte un poco la visión del señor Le Fort señalando de que el mejor indicador de que se está desacelerando es el empleo. Indica que en el año 1998 se generaban 260 mil empleos mensuales en Estados Unidos, el año pasado fueron 230 mil y este año, en promedio, van 190 mil, por lo tanto, claramente la economía americana va en una desaceleración. Agrega que las tasas a futuro, por ejemplo, las tasas a marzo del Fed Bank muestran 6,5%, es decir, no muestran ningún aumento y como hay un premio por riesgo asociado, incluso ya empieza a aumentar la probabilidad de que pueda haber una baja de tasa hacia comienzos del próximo año.

Por último, el señor Sanhueza da una noticia respecto a los términos de intercambio, señalando que lo que está cayendo muy fuerte en los últimos días es el precio de la celulosa en más de 100 dólares por tonelada, por lo que eso va a significar, probablemente, que la proyección del Banco Central sea un poco optimista respecto a los términos de intercambio.

El Presidente consulta si hay alguna explicación para eso, contestando el señor Sanhueza que básicamente se debe a que hay menos demanda. Explica que China es muy importante y el precio alto ha hecho que ellos no demanden celulosa y que algunos países, como por ejemplo Estados Unidos, estén aumentando su producción. Entonces, lo que se ve es que el precio en realidad estaba muy cerca de lo que sería un techo para el precio de la celulosa, por lo tanto, ahora empieza lentamente a bajar.

Respecto al flujo de capitales, señala el señor Sanhueza que se ha estado mirando los flujos que hay en los fondos de capitales hacia Latinoamérica, ya sea en acciones y en bonos, y lo que se ve es que durante las últimas cuatro semanas siguen saliendo flujos de esos fondos lo que es una tendencia que se ha mantenido durante todo el año y el porcentaje que se le asigna a Chile, dentro de estos fondos, ha seguido bajando.

A continuación, el Presidente señor Massad señala que tiene una preocupación. De las cifras, dice, se desprende que continúa el aumento relativamente sostenido y fuerte del Índice de Precios al por Mayor, por un período ya bastante largo y eso no tiene reflejo en el Índice de Precios al Consumidor. Señala que esto se ha explicado como una compresión de



los márgenes, pero piensa que en algún momento los márgenes ya dejan de comprimirse y se sostienen a cierto nivel, y en la medida en que hubiera algún grado de recuperación de la velocidad de crecimiento de la demanda interna, podría haber ahí un fenómeno que se desate con bastante fuerza, el traspaso de una parte a otra, si es que los márgenes están comprimidos más allá de lo que justificaría la competitividad. Consulta cómo se ve eso en la División de Estudios y agrega que conversando con el señor Morandé sobre esto, le había sugerido de por qué no tomar algunos pocos productos identificables y seguirlos en su secuencia desde el precio al por mayor al precio al consumidor. Aunque el señor Morandé le dijo que algo se estaba haciendo al respecto, le solicita que comente sobre ese punto.

El señor Morandé manifiesta no tener todavía resultados muy precisos de ese estudio porque está en proceso y explica que ha sido difícil identificar productos que sean homogéneos en los dos índices, que signifiquen lo mismo. En cuanto a los márgenes, dice, tal vez la única explicación posible que uno pueda tener para estos comportamientos tan disímiles del IPM y el IPC es que los márgenes partieron muy altos. Llegando hacia 1997, los márgenes aparentemente eran bien elevados, lo cual ha permitido una reducción de los mismos también considerable, pero no hay información precisa como para decir cuándo puede detenerse esa situación.

Por otro lado, señala, también es cierto que buena parte del incremento del IPM tiene que ver con los precios de los combustibles y ese traspaso a precios finales es levemente distinto a que si es solamente por tipo de cambio o por una alza generalizada de los precios importados, de modo que hay que distinguir también ahí lo que puede ser un cambio de precios relativos importante. No hay una idea muy certera de hasta donde puede estirarse esta reducción de márgenes hacia adelante, pero tal como se ha señalado acá, en la medida que haya una recuperación más fuerte de la demanda interna eso también hubiera significado un aumento de margen.

Refiriéndose a otro punto que también se comentaba esta mañana, señala el señor Morandé que hay elementos de la nueva economía que se están introduciendo en el tema de la intermediación comercial y es asunto de mirar las cifras de ventas por Internet. Aún cuando se trata de montos bajos, en relación a las ventas totales, van creciendo a tasas en que se duplican en un par de meses y eso, dice, también tiene incidencia importante sobre los márgenes. Aunque ni siquiera sea sólo el hecho verdadero de que hay una reducción de márgenes por la intermediación por Internet, la sola amenaza de que esto puede llegar a constituir un elemento de contención de márgenes está aparentemente operando por lo menos en algunos niveles. Agrega que todas éstas son hipótesis o elucubraciones más que demostraciones que hayan sido ya probadas.

El Presidente manifiesta que tiene una segunda área de preocupación que no es tema que se pueda resolver aquí, pero de alguna manera está presente o puede estar presente en el futuro y es la virulencia del debate político. Señala que éste puede llevar a generar que nuestra tasa de crecimiento sea algo menor de la que se había previsto y podría, eventualmente, llevar a que la tasa de inflación fuera algo mayor de la que se había previsto al generar desconfianza en el ambiente. Ese es un tema que le preocupa crecientemente, porque este año hay elección municipal, el próximo hay elección de parlamentarios y el debate político se está poniendo cada vez más virulento. El tono que está adquiriendo el debate, dice, se sale bastante de lo que ha sido tradicional en las sociedades chilenas, salvo probablemente el período 1970 – 1973, tal vez 1969-1973, que el debate político fue también muy fuerte. Observa que aquí hay una tendencia a la disociación que puede convertirse en algún momento en un fenómeno con implicaciones económicas sustanciales y le



preocupa especialmente porque ya ve en algunas publicaciones internacionales que se recoge este tema manifestando una preocupación sobre los desarrollos del futuro de Chile. Señala que lo vio esta mañana en algunas publicaciones internacionales en que se recoge este debate interno como una muestra de inseguridad o de inestabilidad del futuro de la economía chilena. Cree que ese es un tema que, si bien no hay mucho que hacer, es un tema que puede tener un reflejo en lo que se proyecte de lo que se está haciendo.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, cree que este fenómeno ya se refleja hoy día en los indicadores de riesgo soberano de tres países que no han tenido cambios económicos importantes, no ha habido news importantes, porque ha sido solamente en el último mes, pero que muestran que básicamente por razones políticas hay una mejora radical en el caso de México, el único país latinoamericano que mejora y muchísimo y empeoramiento en el margen, pequeñito, pero hay un empeoramiento en el caso chileno, 190-200 puntos base en el indicador que se ha distribuido y hay empeoramiento, por supuesto, muy significativo en el caso peruano después del caso Montesinos.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria.

El señor Morandé señala lo siguiente:

“ La información disponible desde el 28 de agosto pasado ha ido validando la proyección de las principales variables macro para los próximos ocho trimestres que se tuvo en cuenta en aquella reunión, esto es, una inflación que tiende a converger hacia 3% anual a comienzos del año 2002 y una actividad económica que se recupera a un ritmo gradual, sin generar grandes presiones inflacionarias, suponiendo la vigencia de la actual instancia de la política monetaria.

Las condiciones monetarias se tornaron más expansivas luego de la reducción de la tasa de política monetaria hace poco más de un mes, sobre la base de tasas de interés de corto plazo alineadas con la nueva tasa de política monetaria y un tipo de cambio más depreciado. Las tasas de interés de largo plazo, sin embargo, muestran hoy niveles similares a los anteriores a la medida del 28 de agosto y un grado de volatilidad algo mayor. Este es un dato importante a la hora de evaluar las opciones de política monetaria que se abren en esta oportunidad. En efecto, la reacción del mercado no permite un espacio para la opción de **relajar** algo más, en el entendido que una combinación de tasas de interés más bajas que las actuales y un peso todavía más depreciado es probable que sea vista como excesivamente expansiva (en relación al panorama inflacionario) aún en el contexto de una demanda interna que crece lentamente.

Por otra parte, la opción de **endurecer**, aunque podría entenderse sobre la base de que la actual instancia es probablemente expansiva y eventualmente debiera corregirse hacia una posición más neutral, aparece como prematura cuando se le evalúa con respecto a las proyecciones de crecimiento de la actividad económica y las presiones inflacionarias que de ellas se derivan.

En el Informe de Política Monetaria de septiembre se señaló que los riesgos en la proyección de la inflación eran simétricos para una tasa de política monetaria de 5%, en el horizonte de proyección. La información adicional respecto del desempeño de la economía que surgió desde entonces no permite un cambio en esa apreciación global, por lo que la opción de **mantener** la actual tasa de política monetaria parece prudente. Sin embargo, hay dos hechos



vinculados a la inflación a tener en cuenta para monitorear. El primero es que las expectativas de inflación a un año plazo que registran nuestras encuestas se movieron al alza en septiembre (de 3,5% a 3,8% para fines de 2001), en tanto el segundo es que nuestra propia previsión de la inflación sufrió un aumento en el Informe de Política Monetaria de septiembre en relación al Informe de Política Monetaria de mayo. Es más, el tiempo durante el cual proyectamos que la inflación total supere el 4% aumentó de uno a dos trimestres mientras que la tasa prevista para fines del próximo año es todavía superior al centro del rango meta (tanto en el caso del IPC como del IPCX). Aunque la raíz de ambos hechos se encuentra en el comportamiento del precio del petróleo y no en una recuperación más rápida de la demanda interna, es importante mantener un ojo avizor en los riesgos de los efectos de segunda vuelta y su contraparte, la credibilidad del objetivo inflacionario del Banco Central de Chile.

Como medida inmediata en esta dirección, es aconsejable que el comunicado de esta reunión haga ver que el hecho de que la inflación en doce meses a septiembre haya superado el 4% es transitorio, estaba anticipado y no contraría la proyección central de inflación del Informe de Política Monetaria de septiembre. Asimismo, se debiera reiterar que es un fenómeno más que nada vinculado al comportamiento del precio internacional del petróleo (por lo que los indicadores subyacentes están mucho más controlados) y que el Banco Central de Chile prevé el uso de su instrumental monetario con toda la flexibilidad que exija la mantención de la inflación dentro del rango meta a través del tiempo, considerando los rezagos en los efectos de su política."

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta tener dos comentarios. Señala que en la lectura de las cifras, a su juicio, hay que hacer una distinción entre dos tipos de argumentos. En primer lugar, dice, hay argumentos que se pueden identificar por el lado de la demanda y cree que desde ese punto de vista no se está en presencia de una coyuntura en donde los factores de demanda -ya sea porque se está observando al tercer trimestre y eventualmente en el cuarto, un mayor dinamismo respecto de lo que se observó en el segundo o en el primer trimestre- no se está observando un riesgo para lo que es la trayectoria de la inflación hacia los rangos de mediano plazo, y en ese sentido, cree que más que detectar si se está observando factores de demanda de corto plazo en la información reciente, podría generar un ciclo preocupante o no. Cree que los puntos de preocupación, a su juicio, vienen más bien por otro tipo de factores que no son el impulso de demanda que tiene nuestra economía. Nuestra economía, dice, puede tener el impulso de demanda que tiene ahora y un impulso de demanda significativamente más elevado y va a llegar a los ritmos de utilización de plena capacidad solamente al cabo de un par de años, o sea, no se está en presencia de un fenómeno manifiesto de un peligro de que la economía cierre la brecha de capacidad en uno, tres ó cinco trimestres, sino que solamente al cabo de probablemente entre seis y ocho trimestres.

A su juicio, no son los factores de demanda los que debieran preocupar tan fuertemente en la actual coyuntura, habiendo sí factores que se podrían denominar de oferta que tienen que ver con varios tipos de fenómenos. Uno es el precio del petróleo algo más elevado y un tipo de cambio también algo más elevado que arriesga los márgenes y, estos dos elementos, en conjunto, están afectando las expectativas y podría producirse un fenómeno que se puede pensar en una especie de fatiga de la meta, en el sentido que hay factores de riesgo, no por el lado de la demanda, sino por el lado de la oferta, que podrían hacer percibir en el mercado de que para el Banco Central la inflación dejó de ser un tema muy central. La gente,



dice, observa una inflación sobre el 4% y el rango está hasta 4%, entonces la inflación es sobre 4%, y las perspectivas para el próximo año, eventualmente podrían ser incluso por arriba por lo que dice el señor Sanhueza, o sea, el precio del petróleo algo más elevado de lo que se había anticipado, eventualmente los márgenes algo más elevados, por lo tanto, a su juicio, se puede producir "una especie de fatiga de nuestro propio rango". Recuerda el señor Marshall que a comienzos del año se hizo una inversión de credibilidad en el sentido de que frente a aumentos de inflación por el lado de la oferta, no por el lado de la demanda, el Banco Central respondió con una señal de tasas. Hace notar lo anterior porque en algún momento, dependiendo de cómo se perciba el factor de cómo evoluciona el mercado, el Banco Central va a tener que dar una señal nuevamente del tipo de la que se entregó en enero y hace la distinción entre factores de demanda y factores de oferta porque cree que es muy importante para efectos de dar esa señal. Cree que no son los factores de demanda los que están presionando en este momento el riesgo inflacionario. El riesgo inflacionario, a su juicio, está presente y existe por factores de oferta que uno los podría resumir en fatiga de la meta. No cree que hoy día haya evidencia de que eso se ha producido, porque hay todavía señales muy incipientes, pero cree que, a la luz de la discusión de esta reunión, ese es el riesgo que existe y por tanto, comparte lo que dice el señor Morandé en el sentido de dar mayor explicación sobre este aspecto.

Finalmente, el señor Marshall apoya la moción de mantener la instancia.

El Consejero señor Desormeaux comparte lo señalado por don Jorge Marshall en el sentido, dice, de que aquí lo que existe son fundamentalmente presiones de oferta, pero presiones de oferta que se han ido acumulando y que hoy día ejercen una presión muy grande y que se pueden resumir, por ejemplo, en la evolución del IPM. La preocupación, señala, es que esto no se ha traducido en una presión inflacionaria importante, simplemente porque la demanda ha estado evolucionando a muy baja velocidad, incluso en el caso del consumo, en el último mes del que hay información, éste experimenta una caída. Sin esta evolución, la verdad es que el traspaso sería mucho mayor, de manera que cree que, aunque los factores son de oferta y la demanda ha actuado como un factor moderador de las presiones inflacionarias, lo cierto es que si se empieza a observar, en algún momento, una aceleración de la expansión de la demanda, este traspaso a precios se va a acelerar y cree que el Banco Central tiene que estar muy atento a este desarrollo.

La señora Subsecretaria de Hacienda agrega un detalle de información respecto del funcionamiento del Fondo del Petróleo, señalando que puede ser útil para efecto de los timing y efectos sobre los precios que se van a ver en el corto plazo. Manifiesta que dada la operatividad que existe y como han caído los precios internacionales, el efecto sobre los precios internos ha sido mucho más fuerte que el efecto de agotamiento del subsidio de compensación del Fondo. Dado que quedan pocos recursos en el FEP, los traspasos de precios son cada vez mayores. Ahora bien, es posible esperar, dada las condiciones externas, relativa estabilidad o bajas en los precios.

El Presidente dice que para propósitos del análisis de hoy y de su eventual reflejo en un comunicado, ve que hay una coincidencia de que los riesgos en este momento están más bien inclinados hacia arriba en materia de inflación. Le parece que la discusión ha apuntado un poco en esa dirección distinto a lo que se observaba en el informe de agosto, en el cual encontraban que a la tasa de interés de 5% los riesgos estaban balanceados.

Fig



Agrega el señor Massad que lo que observa de los comentarios que aquí se han hecho, salvo el de la señora Wagner que les da un elemento de esperanza, parece indicar que los riesgos comienzan a inclinarse en una dirección positiva en el sentido de ir hacia arriba. Es demasiado temprano para asignarle a eso una ponderación suficiente como para alterar la posición de política monetaria, cree que no existe evidencia como para eso, pero cree que hay que recoger el hecho de que el conjunto de las opiniones parece más bien inclinarse hacia una situación en que los riesgos comienzan a apuntar más bien hacia arriba que hacia abajo en materia de inflación.

A continuación, el señor Morandé señala que el temor de una recesión mundial, a partir de los precios del petróleo, está todavía sobrestimado, por lo menos a nivel de analistas de mercados del petróleo, en el sentido que los actuales precios, si se ponen en términos reales son parecidos a los que quedaron después del primer aumento de los precios en la década del 70, es decir, ese paso que hubo de US\$ 4 a US\$ 10 por barril en aquella época; los US\$ 10 dólares de aquella época son equivalentes a los US\$ 30 por barril de ahora. Nada tiene que ver con los US\$ 70 por barril, en dólares de hoy día, a que llegó en el período 1979-1980.

En segundo lugar, señala que la propia evolución de los precios durante la década del 70 llevó a una sustitución importante del petróleo por otras fuentes de energía, al punto que hoy día el uso del petróleo en las economías industriales, en relación al tamaño de sus economías, es muchísimo menor. A eso hay que agregar que hoy las economías son más de servicio que de chimenea y por tanto, hay otro elemento moderador del efecto que puede tener un aumento del precio del petróleo de la magnitud que se está observando hoy día sobre la economía mundial, como para que se provoque un riesgo de recesión tan importante, de modo que ese riesgo, si bien nunca hay que desmerecerlo completamente, está bastante acotado hoy en relación a lo que estuvo en algún momento de la historia de las últimas dos décadas.

En relación al otro punto de la inflación subyacente, manifiesta el señor Morandé que su postura siempre ha sido que en un plazo de ocho trimestres ambos indicadores se muevan en la misma dirección, por tanto, no tiene mucho sentido planear la meta en una inflación distinta a la que la gente conoce, por ahora, porque no hay ninguna manera de poder proyectar una diferencia entre los dos indicadores en ese horizonte temporal. Lo que pasa, dice, es que con esto del petróleo se ha complicado un poco ese predicamento porque la diferencia temporal entre el IPC total y el subyacente se ha ido prolongando en el tiempo en la medida que el petróleo no se normaliza en su precio. Por ahí, señala, podría ser interesante evaluar la respuesta que se hace desde esa perspectiva, pero no se va a conseguir mucho seguramente en un tiempo más, es decir, es probable que a fines del año 2001 lo que se esté hablando sea una situación totalmente inversa donde la inflación medida esté posiblemente en un 3% y la subyacente en 3,5%, tal vez esta ilusión va a ser bastante menor.

El Presidente dice que eso es precisamente lo que se está haciendo ahora, manejar el corto plazo con inflación subyacente y el mediano plazo con la inflación total. No sabe si el público lo entiende así, pero ese es otro tema.

El señor Morandé explica que hay muchos analistas que han planteado la opción de que se haga el cambio de total a subyacente completamente para monitorear y para la meta, y se les ha explicado este punto, pero dice que no lo toman correctamente y es porque justamente, en la actual coyuntura, los dos indicadores se han separado, pero no debiera ser una situación permanente. Concluye en que este asunto del precio del petróleo pasa una vez



cada quince o veinte años, o sea, no existen estos shocks de cambios rápidos tan pronunciados con mucha frecuencia.

Como consecuencia de todo lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**10-01-001010 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,0%.**

**Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.**

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

- " En su reunión mensual de política monetaria realizada hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,0%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen también inalterados.

El Consejo, como es habitual, analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como punto de referencia el Informe de Política Monetaria de septiembre último.

Como se había anticipado, la inflación en doce meses registrada el mes pasado (4,2%) superó el límite superior del rango meta, establecido en 4% anual. Este es un fenómeno transitorio, coherente con la proyección de inflación contenida en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Asimismo, el grueso del aumento de la inflación durante el presente año se relaciona con el comportamiento del precio internacional del petróleo y su traspaso a precios internos sin vinculación directa con la demanda en el país. Esto se manifiesta en que la evolución de los indicadores de inflación subyacente se mantiene dentro del rango meta. Es más, la normalización de los precios internacionales del petróleo y la estabilidad del tipo de cambio real contempladas en el escenario central del Informe de Política Monetaria de septiembre permiten anticipar una reducción de la inflación a partir del primer semestre del próximo año.

El examen de los antecedentes más recientes valida el conjunto de proyecciones contenido en el mencionado informe, en especial la previsión de una inflación que converge a 3% dentro del período de proyección y de una actividad económica que se recupera sin generar presiones inflacionarias. Sin embargo, persisten los riesgos considerados un mes atrás: volatilidad en los precios de los combustibles, una economía estadounidense en proceso de desaceleración y una demanda interna que sigue mostrando una velocidad de crecimiento moderada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 10  
Política Monetaria  
10.10.2000

18.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con toda la flexibilidad que exijan las circunstancias, de modo de confrontar los riesgos que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria de mediano plazo de la inflación en relación a su meta."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

IV. Fijación fecha Sesión de Política Monetaria del mes de abril de 2001.

Finalmente, el Presidente procede a fijar la fecha del 10 de abril de 2001, para la Sesión Ordinaria de Política Monetaria que se realizará ese mes.

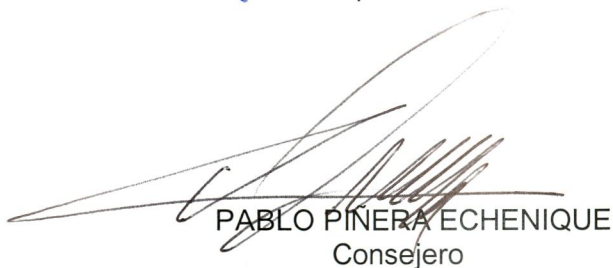
Se levanta la sesión a las 17,40 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



PABLO PINERA ECHENIQUE  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI  
Subsecretaria de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 11  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 14 de noviembre de 2000

---

En Santiago de Chile, a 14 de noviembre de 2000, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del subrogante don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;  
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;  
Gerente de División Internacional Interino, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;  
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica,  
don Pablo García Silva;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 10, celebrada el 10 de octubre de 2000.

El Presidente Subrogante presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 10, celebrada el 10 de octubre de 2000, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 9, celebrada el 28 de agosto de 2000.

El Presidente Subrogante presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 9, celebrada el 28 de agosto de 2000, la que se aprueba sin observaciones.



### III. Informe de Política Monetaria.

El Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica, señor Pablo García, presenta el siguiente informe:

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

En octubre último, la inflación medida por el IPC alcanzó 0,6%, mientras que la inflación medida por IPCX fue de 0,3% y la del IPCX1 se situó en 0,0%, con lo cual las tasas de variación anual son de 4,5%, 3,1% y 1,3%, respectivamente. Las mayores variaciones se presentaron en aquellos servicios regulados asociados al dólar y a los combustibles, 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 transables muestran reajustes asociados sólo a los combustibles.

La inflación de los no transables ha continuado aumentando, producto de los efectos sobre tarifas reguladas del precio del petróleo y del aumento del tipo de cambio. Además del aumento en las tarifas del transporte colectivo, cabe señalar el aumento que experimentaron los precios de otros servicios regulados, como la electricidad, que acumula un incremento de 7,7% desde principios de año hasta octubre y de 12% si se incluye el reajuste ya conocido para noviembre.

La inflación de los bienes transables, como resultado de la evolución de los precios de combustibles, aumentó 0,6%, igual a 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, el IPCTX, que excluye los perecibles y combustibles de este grupo, 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 septiembre y octubre la inflación mensual IPCTX ha sido de 0,2% y 0,1% respectivamente. En todo caso, esto 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 parecen estar aún comprimidos.

En octubre los precios mayoristas mostraron una variación mensual de 0,4%, como resultado de un aumento de 0,6% en el IPM de bienes nacionales y un descenso de 0,4% en los productos importados. El descenso en los precios de los 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 del 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 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. Por ejemplo, el subsidio del precio de la gasolina es de 1,6% mientras que el subsidio en el caso del diesel y del gas licuado es de 1,7% y 2%, respectivamente. Es importante anotar que los recursos del FEPP se han venido agotando aceleradamente. Al ritmo de utilización actual (US\$1 millón por semana) los recursos se habrán agotado antes de finalizar el año. En el fondo, de la parafina ya no quedan recursos.

Los salarios nominales muestran signos de aceleración desde principios de año, alcanzando en septiembre una variación de 0,6% (mensual). 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 constantes los costos laborales unitarios nominales desde septiembre de 1999.

Para noviembre se proyecta una inflación IPC del orden de 0,5% (mensual), con lo que se alcanzaría una variación anual de 4,8%. Esto se debe al efecto rezagado de los reajustes de los combustibles durante octubre y a la posibilidad de nuevos aumentos en noviembre, por el agotamiento del FEPP. Además, se espera un aumento en las tarifas de la locomoción colectiva. Por otro lado, el IPCX mostraría un incremento menor durante el mes de octubre (en torno a 0,3%), por lo que la inflación subyacente alcanzaría un nivel de 3,4%. Se espera que la inflación anual a diciembre sea de 4,8%-4,9%.

En el primer trimestre del 2001 se espera que la inflación IPC empiece a ceder para situarse en alrededor de 4,4%. Esto es alrededor de 0,5% inferior a la esperada para diciembre, a pesar de que estas proyecciones suponen un precio del crudo Brent de US\$30 por barril, y un tipo de cambio de \$ 570 por dólar. A su vez, la inflación medida por el IPCX permanecería estable en 3,4% a finales del primer trimestre del año entrante. Estas proyecciones suponen, además, que durante el primer trimestre del 2001 no habrá reajustes adicionales de la tarifa de los microbuses. Un aumento adicional de esta tarifa sólo sería posible si individualmente el precio del crudo Brent llegase a US\$ 34 promedio o el dólar superara los \$615 por dólar.

## 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: la poca claridad de la política de precios y producción de la OPEP, el conflicto en Oriente Medio, la posibilidad de un invierno anticipado y más crudo en el hemisferio norte, inventarios históricamente bajos e 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, para recién ahí comenzar un leve descenso, 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 ctvs 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 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 ctvs 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 americana. 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. Así, la información al tercer trimestre, tanto respecto del PIB como del mercado laboral, revela la consolidación del aterrizaje suave. Durante el cuarto trimestre y principios del próximo año este proceso continuará gracias al efecto de la disminución en el precio de los activos y la caída en el ingreso disponible producto de los niveles del precio del petróleo.

En la medida que este escenario central se desenvuelva sin sobresaltos, se descarta una nueva acción restrictiva por parte de la autoridad monetaria, 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 cortísimo 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.

*fg*  
*versal*



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 observados recientemente, junto con la inestabilidad de algunos países de la región, son elementos que contribuyen a explicar el incremento de los premios soberanos a economías emergentes observado durante el mes de 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 (185 puntos base).

Los flujos de fondos accionarios y en bonos, tanto de la generalidad de las economías emergentes, como en 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 para el 2000, superior que la caída de 4% esperada en septiembre. Para el 2001 el panorama aparece algo más auspicioso, con una recuperación de 28% en vez del 20% previsto en el Informe de Política Monetaria. Sin embargo, es necesario notar la mayor incertidumbre hoy respecto al desempeño de la economía argentina. Esto se ha visto reflejado en un aumento de su riesgo soberano, tasas de interés domésticas, spread de las empresas y precio futuro de la paridad mayores. 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. Primero, el precio del petróleo, que se mantendría en los niveles spot por lo menos hasta el primer trimestre del próximo año. Esto puede indicar que precios por sobre los US\$ 30 el barril son un fenómeno de carácter más permanente que lo esperado. En segundo lugar, los premios soberanos y los flujos de capital hacia América Latina muestran un panorama menos positivo, como resultado principalmente de la incertidumbre política en la región. Nuevamente, la consolidación del aterrizaje suave en los Estados Unidos de América, 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 TPM y el PRBC90 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 más largo plazo mostraron una evolución descendente: hacia fines de octubre la tasa del PRC8 llegó a 6,0%, anotando un 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 desocupación. En efecto, las condiciones de financiamiento externas se tornaron más desfavorables desde septiembre: el aumento del recargo financiero a las empresas chilenas ha alcanzado más de 40 puntos base, lo que ha más que compensado la leve disminución del retorno del bono reajutable de Estados Unidos de América. En conjunto, estos desarrollos han llevado a que en la actualidad el spread corregido de largo plazo sea negativo.

Esta evolución de la curva de rendimiento es consistente con los resultados de noviembre de la encuesta mensual de expectativas privadas. 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, 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 a 8 años fue de mayor magnitud, el recargo de los instrumentos de renta fija de largo plazo respecto del PRC8 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. A octubre, sin embargo, la información agregada muestra una leve tendencia al alza en niveles desestacionalizados, y la tasa de colocación de 90 a 365 días disminuyó cerca de 30 puntos base entre septiembre y octubre.

En tanto, la evolución de los agregados monetarios más líquidos mantiene señales mixtas. Por una parte, el dinero privado creció en octubre luego de una caída en septiembre, mientras que el circulante siguió una trayectoria opuesta. En todo caso, el dinero experimentó un crecimiento mensual real desestacionalizado negativo durante octubre, 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 día 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. Con esto, la depreciación acumulada del TCM5 entre septiembre y octubre se encuentra en la cota superior (2,0%) de la proyección bianual para el tipo de cambio real del Informe de Política Monetaria de septiembre. A su vez, 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 y del orden de 3,5% en un año para el TCM5.

*Resol*



La evolución reciente de las variables fundamentales que determinan el tipo de cambio real resulta coherente con un nivel más depreciado en la actualidad. Asimismo, su evolución 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 a la validez de estos supuestos para el mediano plazo, lo que apoyaría un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado en el largo plazo.

En síntesis, el efecto de las tasas de interés sobre las condiciones monetarias ha sido expansivo, dado por el menor nivel en las tasas 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 ésto 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 ésto, la velocidad de crecimiento trimestre a trimestre continúa siendo moderada, similar a lo observado durante el primer trimestre. 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 segundo.

*Handwritten signature*



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 importaciones de vehículos nuevos muestran que la acumulación de inventarios ha sufrido una importante moderación luego del primer semestre.

Las proyecciones de las variables que inciden en el consumo no son mejores. Los salarios reales continuarán mostrando niveles deprimidos durante los próximos trimestres. También las expectativas de los hogares se han deteriorado marcadamente entre julio y septiembre. Por ejemplo, la encuesta de Percepción y Expectativas sobre la Situación Económica de la Universidad de Chile indica 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. 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% (t/t) 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 no ha sido un freno a la creación de empleo: los salarios reales en el tercer trimestre mostraron una velocidad de expansión de sólo 0,5%(t/t). El impacto sobre costos se vio aún 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. A futuro, es esperable una mayor aceleración salarial producto de la indexación automática. Sin embargo, es posible que se siga dando la situación actual, con un crecimiento de los salarios nominales por debajo de lo que se hubiese esperado a-priori.

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, puede que existan una serie de 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 a la inversión, se pueden apreciar algunas luces de optimismo. Aunque la velocidad de expansión de las ventas de bienes de capital fue de -1,3% (t/t) en el tercer trimestre, las importaciones de bienes de capital mostraron una elevada velocidad de expansión de 7% (t/t) 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% (t/t), el empleo y las remuneraciones del sector muestran una recuperación incipiente. Sin embargo, las ventas de viviendas han caído 6,0% (t/t), lo que ha aumentado los stocks de viviendas nuevas en 8% (t/t). 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 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. La información para octubre permite anticipar una balanza comercial superavitaria en US\$ 150 millones, producto de exportaciones FOB del orden de US\$ 1700 millones e importaciones totales por US\$ 1550 millones (no petróleo de US\$ 1300 millones). Estos antecedentes confirman el dinamismo exportador, así como un nivel plano para las importaciones no petroleras.

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 espera una política fiscal expansiva en el segundo semestre. Más hacia adelante, la Ley de Presupuestos anticipa un crecimiento del gasto nominal con impacto macro 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 lado, 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 la recuperación 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. Expectativas de Inflación

La reciente encuesta de expectativas muestra un leve aumento de la proyección de inflación a diciembre del 2001 de 3,9%. Esto es consistente con una serie de factores. En primer lugar, la expectativa de condiciones monetarias holgadas por un período mayor de tiempo, lo que incide directamente en una proyección de tipo de cambio nominal levemente superior a la encuesta de octubre. A su vez, una proyección de crecimiento de 5,5%, una décima inferior a la proyección anterior, la que también es coherente con una trayectoria del tipo de cambio real hacia un nivel algo más depreciado.

#### 5. Conclusiones

Los desarrollos recientes permiten diversas conclusiones. En primer lugar, el diagnóstico de recuperación moderada de la demanda presentado en el Informe de Política Monetaria de septiembre se ha afianzado. Esto, producto 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. En segundo lugar, 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.

En tercer lugar, en el corto plazo se prevé mayores niveles de inflación, la que alcanzaría en noviembre y diciembre cerca de 4,9%. En el mediano plazo, sin embargo, no se aprecian cambios sustanciales en las expectativas de inflación, pero es importante notar que éstas se encuentran cerca del techo de la meta rango a fines del año 2001. Esto indica que el Banco Central deberá prestar particular atención a la velocidad con que la inflación en doce meses se reduce a partir del primer trimestre del 2001, aún cuando el petróleo siga la trayectoria esperada de reducción.

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 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 a 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 sobre todo riesgos a la baja en la proyección de crecimiento de la demanda interna y el crecimiento global.

El Presidente Subrogante ofrece la palabra a los presentes para discutir sobre el diagnóstico.



El Consejero señor Desormeaux estima que el cuadro sobre la evolución de la economía internacional está un poco atrasado porque la fuente Consensus Forecasts aparece con datos del mes de octubre. Cree que hoy día hay 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, señala que desde esa perspectiva, el cuadro internacional es bastante menos favorable, lo que representa una mala noticia para Chile.

Respecto a los flujos de capitales, que según lo indicado se va a seguir observando un cuadro de escasez de capitales externos y de mucha inestabilidad, señala el señor Desormeaux que el cuadro externo es un poco más negativo de lo que ha sido presentado aquí.

La Consejera señora Ovalle señala que es importante determinar, en el informe, la proyección de IPC e IPCX para diciembre de 2001, dado que existe una sensación en el mercado de cierta flexibilidad en el cumplimiento de la meta. Contesta el señor García diciendo que las expectativas del sector privado están en el 3,9%, siendo las expectativas de la División de Estudios de 3,6% para diciembre de 2001 y la subyacente estaría alrededor del 3,3%.

La señora Ovalle consulta en qué grado de avance está el análisis que, según se informó en la reunión pasada, estaría haciendo la División de Estudios con algunos productos para seguir la secuencia de traspaso de IPM a IPC. Contesta el señor Morandé diciendo que el citado estudio está pendiente.

El Gerente de la División Internacional Interino, don Gonzalo Sanhueza, señala que efectivamente la metodología que se usa son las proyecciones de Consensus Forecasts que tienen un rezago. Indica que las proyecciones de octubre no tenían incorporado el producto del tercer trimestre en Estados Unidos, que fue más bajo de lo esperado, las utilidades de las empresas en el tercer trimestre y las proyecciones para el cuarto, que también son más bajas de lo esperado, lo que ha hecho que el precio de los activos financieros se ajusten a la baja y eso, dice, va a tener, sin duda, un efecto en la riqueza y por lo tanto, en el gasto y en el crecimiento de la economía. Agrega que lo más probable es que cuando tengan las proyecciones de Consensus Forecasts de noviembre, vengan más bajos que esa proyección.

Respecto a la estabilidad financiera, señala que hay más inestabilidad, haciendo presente que en Argentina tal vez ya pasó el peak de inestabilidad, pues al observar el precio de los activos de la semana pasada, los spread estaban al máximo; los premios de futuro en la moneda también estaban al máximo y ya después del paquete de medidas anunciado el viernes, esto se revirtió y se ha descartado prácticamente que haya riesgo de "default", porque si hay un paquete de ayuda del Fondo Monetario Internacional, ya estarían garantizados los pagos del próximo año. Por lo tanto, estima que ha vuelto un poco la tranquilidad a los mercados financieros, pero que sin duda se quedaron en niveles más altos de los que estaban antes de que comenzara la crisis, por lo tanto, indica que eso va a tener un efecto sobre el flujo de capitales. De hecho, dice, las proyecciones del mercado van siempre a la baja respecto al flujo de capitales para este año y para el próximo.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, señala que aparte del escenario internacional donde se han acumulado antecedentes relativamente negativos para la economía chilena, en relación con lo que serían las perspectivas de Estados



Unidos y Argentina, cree que el otro punto destacable de información, que se ha venido acumulando estos últimos meses o desde el informe anterior, es lo que se refiere al empleo y al desempleo. Dice que no sólo se han mantenido cifras de menor empleo como ya se había anunciado en agosto, sino que estas cifras se han agudizado y también se ha agudizado el tema de la tasa de desempleo, a pesar de que hay una situación de crecimiento en la economía. Cree que eso está en el corazón de lo que ha sido la evolución reciente del consumo, señalando que en este momento, existe una lista de factores que pueden estar influyendo sobre esa presión de empleo, pero el análisis de aquí al próximo informe debiera poner énfasis en este tema, porque aquí existe una especie de puzzle de qué es lo que está pasando en la economía con el tema de creación de empleo que es clave también para lo que es la evolución del consumo. Hay que anotar esto, dice, como otro de los hechos relevantes de información que se han acumulado a través del último trimestre.

El señor Pablo García agrega al respecto que el comportamiento de la tasa de desocupación es aún más notable dado no sólo por el estancamiento sino que por la reducción de la tasa de participación que ha ocurrido en los últimos meses. 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, lo cual pone mayor énfasis en cómo entender este aumento de la masa de desocupación.

El Gerente de la División de Estudios señala que lo que antes parecía el factor más flojo dentro de la demanda interna, que era la inversión, hoy día aparece como el más dinámico en los datos más recientes. Es algo que es destacable, dice, porque hay que ver qué tipo de proyectos hay o hacia qué sectores va ese nuevo impulso de inversión. Agrega que no sería extraño, por ejemplo, que mucha de esta inversión fuera para sustituir trabajo dentro de los sectores activos ante la perspectiva por un crecimiento eventual del costo laboral. Señala que el costo laboral por supuesto que hay que seguirlo, tomando en cuenta el aumento de la productividad, pero también los deflatores que se usan para evaluar el costo real de salarios en un instante. No es lo mismo hoy día, en particular, deflactar el IPC que tiene todos los componentes del petróleo, que deflactar con el precio relevante para un sector. Le parece 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. Expresa que ese tipo de cosas también hay que verlas con cuidado para poder tener una lectura completa desde el punto de vista del empleo.

El señor Herrera complementa lo anterior diciendo que el sector comercio sería uno de los más afectados, porque los márgenes se han reducido muchísimo y al ver la gráfica de los salarios reales deflactados con IPC, se observa que han continuado aumentando en el sector servicio.

El Consejero señor Desormeaux se refiere al texto que dice que en realidad la economía en el tercer trimestre sigue la misma evolución del primer trimestre o del primer semestre, en el sentido de que las tasas en doce meses se ven elevadas, pero que el crecimiento entre trimestres es tan reducido como en el primer trimestre. A él le da la impresión que las tasas de crecimiento entre trimestres son más altas, aunque la explicación de eso pueda estar basada más que nada en factores de oferta que en elementos de demanda.



El Presidente Subrogante se refiere a un tema que no está mencionado en el informe, por lo que consulta a la Gerencia de División de Estudios si tienen alguna visión sobre los términos de intercambio en el segundo semestre de este año, distinta de la que existía en el Informe de Política Monetaria. Porque en el Informe, dice, se pensaba que el segundo semestre estaba acompañado de una mejora relativamente importante, pero una mejora en los términos de intercambio que habían sido negativos el primer semestre. En cambio, lo que él cree que se está observando, son términos de intercambio más bien negativos también en el segundo semestre.

El señor Sanhueza señala que los tres precios más importantes, son, el precio del petróleo de US\$ 30 para el último trimestre, en términos de cobre estaba en US\$ 0,84 y tal vez en la celulosa se logre algo menos que lo proyectado, pero no cree que sean muy distintos de los precios proyectados, por lo menos estos tres precios que son el grueso en los términos de intercambio.

El señor Morandé acota diciendo que en la proyección del informe de septiembre fueron más conservadores que lo que se observaba en ese momento, por lo menos en relación al precio del cobre. Este estaba en US\$ 0,89 y aquí se estaba indicando en US\$ 0,84.

El señor Marshall señala que el efecto de la Opa de Gener no está mencionado en ninguna parte y dentro del escenario de escasez de flujos de capitales tiene la impresión de que puede ser un hecho relevante.

El señor Herrera dice que depende en cuál de las dos Opas se concrete, porque hay una que se trata de operaciones de venta de activos para pagar pasivos lo que tiene un impacto sobre ese 20%. La otra que involucra el 80%, sí significaría fondos frescos hacia inversionistas residentes, como COPEC o las AFP y ahí uno se puede encontrar que también va a haber alguna salida, pero parte de esos fondos probablemente se van a quedar en el mercado nacional, así es que no es claro todavía el impacto y por lo menos no parece que el mercado se esté moviendo muy sintonizado con la noticia respecto a estas operaciones.

El Presidente Subrogante cree que la síntesis de este diagnóstico es, por una parte, la mantención del escenario central 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, o sea, son pequeños movimientos en la misma dirección que el informe anticipaba. Es decir, una economía internacional que se desacelera, puede hacer un poco más que lo que se había anticipado, pero es un diagnóstico que se mueve en la misma dirección de lo que estaba contemplado en el informe. Considera que esta discusión confirma lo que se mencionaba en la exposición de que el balance de los pequeños movimientos en una dirección, en lo internacional y en la dirección de menor dinamismo en lo doméstico, especialmente en demanda, no en inversión, hace llevar las cosas en la dirección de riesgos negativos.

Recuerda el señor Marshall que en la reunión pasada se mencionó bastante como riesgo el traspaso de devaluación a precios, que fue uno de los elementos que se discutió en la reunión de octubre. Tiene la impresión, dice, de que por el análisis que se hace en el texto no está mencionado directamente en la presentación, pero que no hay antecedentes concretos que permitan sostener que eso sea algo que esté operando en alguna intensidad distinta a la esperada.



El señor Morandé dice que ha tenido un impacto sobre algunos precios regulados donde directamente influye la evolución del tipo de cambio. Parte del incremento en el precio del transporte colectivo tiene que ver con el aumento del dólar, lo mismo que en el caso eléctrico.

El señor Marshall insiste en que en los transables subyacentes no se observa y siguen mostrando una inflación muy baja, de modo que ese riesgo que eventualmente se estaba observando en la reunión pasada, que podría producirse por la evaluación desde septiembre en adelante del tipo de cambio, aparentemente no se ha manifestado con la intensidad que se había considerado en la reunión de octubre.

A continuación, el Presidente Subrogante solicita al Gerente de la División de Estudios que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria

El señor Morandé señala lo siguiente:

“ 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 de un 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 Estados Unidos de América 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 el margen (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 en el margen al tiempo que las tasas largas han mostrado una leve caída.

En este contexto, la opción de reducir la tasa de política monetaria desde su actual nivel de UF más 5% no parece coherente con un escenario externo que, de volverse más desfavorable, impondría una presión adicional sobre el tipo de cambio, aumentando en consecuencia el riesgo de una inflación total que permanece por sobre el techo del rango



meta en forma más prolongada. En la misma dirección apunta la posibilidad de un precio del petróleo sostenidamente por sobre los US\$30 el barril. Así, las opciones de política monetaria se circunscriben a mantener o subir la tasa de referencia. 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 recrudecimiento 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 a 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.

Por último, es importante recalcar en el comunicado público de esta reunión que, a pesar que la inflación ha seguido subiendo en el corto plazo (acercándose más a 5% que a 4%), este fenómeno debiera revertirse a partir del primer trimestre de 2001 y que, para los efectos de mantener la inflación bajo control, se mantendrá una política monetaria con toda la flexibilidad que requiera el caso.”

A continuación, señala el señor Morandé que de acuerdo a lo solicitado alguna vez por el Consejo, en esta oportunidad se agrega una recomendación para la tasa de interés nominal, en forma de una simulación al respecto, o sea, se entregan antecedentes de varias simulaciones alternativas considerando criterios para incorporar las expectativas de inflación que han de sumarse a la tasa de interés indizada y al premio por riesgo de inflación, para obtener una tasa de interés de política objetivo equivalente a la tasa de interés que actualmente se usa, que es la tasa indizada. Todo ésto se indica en Anexos que se acompañan a la presente Acta, formando parte integrante de ella.

No hay comentarios sobre las opciones y el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**11-01-001114 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo, por la unanimidad de sus miembros asistentes, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,0%.**

**Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.**

**IV. Comunicado.**

El Presidente Subrogante propone el siguiente texto para el comunicado:

“ El Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 5,0% en la reunión mensual de política monetaria realizada en el día de hoy. Los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen también inalterados.



Como es habitual, en esta reunión el Consejo analizó la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses, tomando como referencia el Informe de Política Monetaria de septiembre último.

De acuerdo a lo previsto, la inflación en doce meses registrada en octubre (4,5%) se mantuvo por encima del límite superior del rango meta, establecido en 4% anual. En esta evolución ha sido determinante el aumento del precio internacional del petróleo desde mediados del año pasado. En la medida que dicho precio no ejerza presiones adicionales, es posible anticipar una disminución en la inflación a partir del primer trimestre del próximo año. Esto permitiría retornar al interior del rango meta hacia mediados del 2001 y aproximarse a un 3% dentro del horizonte de política.

Asimismo, los indicadores de inflación subyacente mantienen una trayectoria controlada, dentro del rango meta, como consecuencia del comportamiento de la demanda interna. Estos desarrollos son coherentes con las proyecciones de crecimiento de la actividad, la demanda y el tipo de cambio contempladas en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

El panorama externo se prevé algo menos alentador. Por una parte se ha prolongado la vigencia de altos precios de los combustibles. De mantenerse esta situación, se podría generar un crecimiento global menor que el anticipado hace unos meses. Por otra parte, los mercados financieros se han tornado más cautelosos ante las economías emergentes, principalmente por aprensiones respecto de las condiciones financieras en algunos países de Asia y de América Latina. Estos hechos se suman al escenario de lento dinamismo de la demanda interna y requieren de una actitud cautelosa y flexible de la política monetaria. En tal sentido, el Banco Central seguirá atento a todos los riesgos que amenacen el objetivo inflacionario."

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

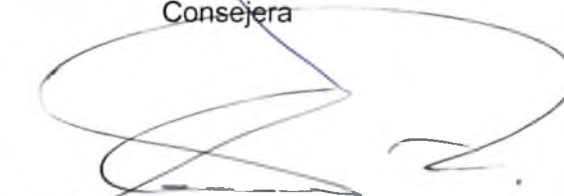
Se levanta la sesión a las 17,30 horas.



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



JORGE MARSHALL RIVERA  
Presidente Subrogante



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

Incl.: Anexo I y Anexo II.





BANCO CENTRAL DE CHILE

## ANEXO I

### Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN):

Consideraciones similares a las que motivan las opciones de política en el caso actual se aplican bajo una tasa de política monetaria nominal, aunque la TPMN debe llevar implícito el nivel de inflación esperada por parte del Banco y eventualmente un premio por riesgo inflación. Por tanto, un movimiento al alza de la TPMN puede reflejar tanto que el Banco Central cree que es necesaria un alza en los tipos reales de interés, como que la tasa de política necesita un ajuste ante un cambio relevante en las expectativas de inflación o en la volatilidad de la misma.

En Anexo II se detallan distintas simulaciones realizadas para la trayectoria hipotética de la TPMN durante el presente año, bajo distintos supuestos respecto de la forma en que se computan las expectativas de inflación. Llama la atención que en tres de las cuatro simulaciones, la trayectoria de la TPMN es exactamente equivalente a la de la TPM indizada. En este resultado es crucial la restricción impuesta a los movimientos en la TPMN, en el sentido en que esta tasa sólo se ajusta en la reunión de política correspondiente si el cambio previsto según la ecuación de Fisher supera los 25 puntos base (de modo de evitar cambios chicos, menores a 25 p.b., tal como en cierta forma se hace en la actualidad con los cambios en la TPM).

En términos analíticos, si se calcula un objetivo hipotético para la tasa de interés nominal interbancaria agregándole a la TPM, actualmente en UF + 5,0%, un promedio ponderado de la expectativa de inflación para los próximos 12 y 24 meses y un premio por riesgo inflación<sup>1</sup>, se tiene:

$$(1) \quad i_{\text{objetivo},t} = r_t + \text{premio} + \alpha * \Pi_{t+12}^e + (1-\alpha) * \Pi_{t+24}^e$$

donde  $i$  es la tasa de interés nominal objetivo,  $r$  es la TPM y  $\Pi_{t+12}^e$  es la inflación esperada durante los próximos  $k$  meses.

Si tomamos los supuestos del primer ejercicio de simulación del Anexo II, la tasa de inflación esperada se construye como un promedio ponderado de la proyección de los analistas privados, obtenida a partir de la encuesta mensual de expectativas, y de la proyección de inflación realizada en la GPM con base en el modelo estructural de política MEP. Así:

$$(2) \quad \Pi_{t+k}^e = \beta * E\Pi_{t+k}^{\text{encuesta}} + (1-\beta) * E\Pi_{t+k}^{\text{MEP}} \quad \text{donde se usó un } \beta = 0,5$$

El cálculo se realiza con un  $\alpha = 0,5$ . El premio por riesgo se estima en 49 pb, a partir de la información disponible para el presente año. Finalmente, y como se señaló anteriormente, se computa la tasa de interés nominal de política (TPM nominal) con una regla que permite reducir la volatilidad de la TPM objetivo. Así, la TPM nominal en  $t$  sólo cambia si el valor absoluto de la diferencia entre la TPM objetivo y la TPM nominal observada en  $(t-1)$  es mayor que 25 puntos base.

$$(3) \quad i_t \neq \text{si } |i_{\text{objetivo},t} - i_{t-1}| > 0,25$$

<sup>1</sup> Este premio NO está incluido en los cálculos del Anexo II.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con estos antecedentes, y si se toma la opción de mantener la actual TPM de UF más 5%, **la TPMN recomendada sería de 9,00%**. La tasa objetivo nominal es, en forma precisa y de acuerdo a la ecuación (1), 9,07%, algo mayor al 9,05% calculado para octubre y al 8,99% simulado para septiembre, lo cual refleja los leves aumentos en las expectativas de inflación. Estos, sin embargo, no han sido suficientes para gatillar un cambio en la TPMN, la que, desde el 28 de agosto, habría estado en 9,00%.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Nótese que un supuesto importante en estas simulaciones es que el premio por riesgo de inflación permanece constante en 0,49%, a pesar del aumento esperado en la inflación. Si se incorporara un concepto variable de este premio (tal como lo refleja la llamada "señal de inflación"), el resultado no se alteraría mayormente si se promediara esta variable con otras medidas de expectativas de inflación (parecido al ejercicio 4 del Anexo II), pero sí se alteraría si sólo consideramos la señal de inflación (parecido al ejercicio 3).

**ANEXO II****Cálculo de una tasa de política monetaria nominal (TPM nominal) sin considerar premio por riesgo inflación**

En esta nota se calcula un objetivo hipotético para la tasa de interés nominal interbancaria. Para ello, a la TPM, actualmente UF + 5,0%, se le adicionó un promedio ponderado de la expectativa de inflación para los próximos 12 y 24 meses<sup>1</sup>.

$$(1) \quad i_{\text{objetivo},t} = r_t + \alpha * \Pi_{t+12}^e + (1-\alpha) * \Pi_{t+24}^e$$

donde  $i$  es la tasa de interés nominal objetivo,  $r$  es la TPM y  $\Pi_{t+12}^e$  es la inflación esperada durante los próximos  $k$  meses. El cálculo se realizó con un  $\alpha = 0,5$ .

A su vez, la tasa de inflación esperada se construyó como un promedio ponderado de la proyección de los analistas privados, obtenida a partir de la encuesta mensual de expectativas, y de la proyección de inflación realizada en la GPM con base en el modelo estructural de política MEP así:

$$(2) \quad \Pi_{t+k}^e: \beta * \Pi_{t+k}^{\text{encuesta}} + (1-\beta) * \Pi_{t+k}^{\text{MEP}} \quad \text{donde se usó un } \beta = 0,5$$

Finalmente, se computó la tasa de interés nominal de política (TPM nominal) con una regla que permite reducir la volatilidad de la TPM objetivo. Así, la TPM nominal en  $t$  sólo cambia si el valor absoluto de la diferencia entre la TPM objetivo y la TPM nominal observada en  $(t-1)$  es mayor que 25 puntos base.

$$(3) \quad i_t \neq \quad \text{si } | i_{\text{objetivo},t} - i_{t-1} | > 0,25$$

Los cálculos se pueden observar en el Cuadro 1. En el Gráfico 1 se muestra que el comportamiento de la TPM en UF durante el presente año es exactamente igual al comportamiento que hubiera tenido una TPM nominal así construida.

En el Cuadro 2 se presenta un ejercicio alternativo donde la inflación esperada corresponde exclusivamente a la inflación que los analistas privados pronostican para los próximos doce meses, de acuerdo con la encuesta mensual realizada por la GPM. Es decir,  $\alpha$  y  $\beta$  son iguales 1. En el Gráfico 2 se observa que una TPM nominal así construida habría tenido un comportamiento similar a la TPM pero partiendo de un nivel inferior en enero. Por tanto, sus incrementos iniciales habrían sido mayores.

En el Cuadro 3 se presenta un cálculo similar al anterior ( $\alpha, \beta = 1$ ) pero aquí, en lugar de la encuesta de expectativas, se usa la inflación esperada implícita en los documentos PDBC a un año<sup>2</sup>. El Gráfico 3 muestra que cuando se considera sólo la señal de inflación a un año de los documentos del Banco Central, la dinámica de la TPM nominal es diferente pues habría aumentado en octubre y noviembre cuando, por el contrario, la tasa de política en UF ha permanecido constante en esos meses.

<sup>1</sup> Es importante resaltar que en el cálculo no se incluyó ninguna prima de riesgo inflacionario.

<sup>2</sup> Corresponde a la diferencia entre los PDBC360 y la tasa de los PRC cero cupón a un año.



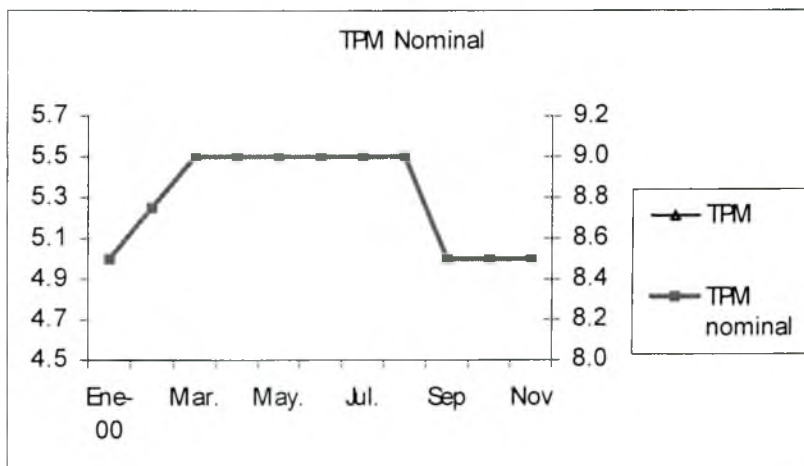
BANCO CENTRAL DE CHILE

El cuarto ejercicio se muestra en el Cuadro 4. En la construcción de la inflación esperada aquí se considera, con la misma importancia (1/3), la inflación esperada proveniente de la encuesta, la señal de inflación extraída de los PDBC360 y la proyección de inflación para los doce meses siguientes del MEP. Su comportamiento es muy similar al observado por la TPM durante el año en curso.

Cuadro 1

|        | TPM  | Inflación Encuesta |         | Inflación Proyección MEP |          | TPMN Obietivo | TPM nominal |
|--------|------|--------------------|---------|--------------------------|----------|---------------|-------------|
|        |      | 12 meses           | 24meses | 12 meses                 | 24 meses |               |             |
| Ene-00 | 5.00 | 3.60               | 3.50    | 4.392                    | 2.821    | 8.578         | 8.500       |
| Feb.   | 5.25 | 3.87               | 3.50    | 4.311                    | 2.824    | 8.876         | 8.750       |
| Mar.   | 5.50 | 4.00               | 3.50    | 4.231                    | 2.827    | 9.140         | 9.000       |
| Abr.   | 5.50 | 3.88               | 3.50    | 4.069                    | 2.833    | 9.069         | 9.000       |
| May.   | 5.50 | 3.87               | 3.50    | 3.746                    | 2.846    | 8.989         | 9.000       |
| Jun.   | 5.50 | 3.91               | 3.50    | 3.722                    | 2.841    | 8.993         | 9.000       |
| Jul.   | 5.50 | 3.90               | 3.50    | 3.698                    | 2.837    | 8.984         | 9.000       |
| Ago.   | 5.50 | 3.97               | 3.50    | 3.650                    | 2.829    | 8.986         | 9.000       |
| Sep    | 5.00 | 4.03               | 3.60    | 3.553                    | 2.812    | 8.500         | 8.500       |
| Oct    | 5.00 | 4.07               | 3.58    | 3.900                    | 2.700    | 8.560         | 8.500       |
| Nov    | 5.00 | 4.17               | 3.57    | 3.900                    | 2.700    | 8.583         | 8.500       |

Gráfico 1





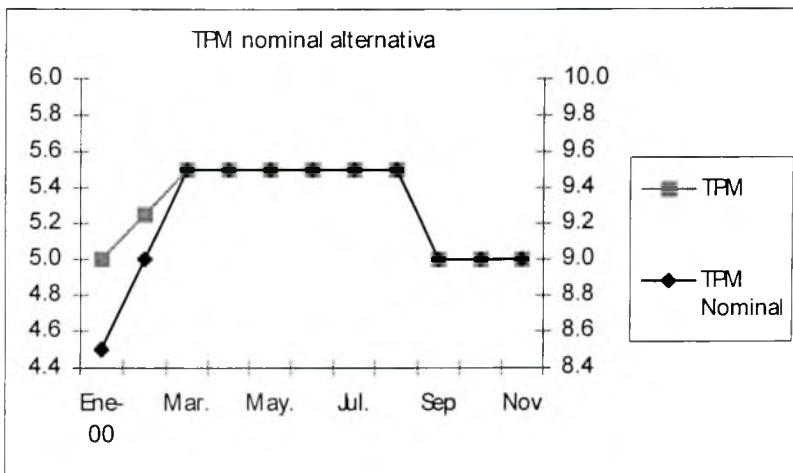
BANCO CENTRAL DE CHILE

Cuadro 2

|        | TPM  | Inflación Encuesta |          | Inflación Proyección MEP |          | TPM Objetivo | TPM Nominal |
|--------|------|--------------------|----------|--------------------------|----------|--------------|-------------|
|        |      | 12 meses           | 24 meses | 12 meses                 | 24 meses |              |             |
| Ene-00 | 5.00 | 3.60               | 3.50     | 4.392                    | 2.821    | 8.600        | 8.500       |
| Feb.   | 5.25 | 3.87               | 3.50     | 4.311                    | 2.824    | 9.117        | 9.000       |
| Mar.   | 5.50 | 4.00               | 3.50     | 4.231                    | 2.827    | 9.500        | 9.500       |
| Abr.   | 5.50 | 3.88               | 3.50     | 4.069                    | 2.833    | 9.375        | 9.500       |
| May.   | 5.50 | 3.87               | 3.50     | 3.746                    | 2.846    | 9.367        | 9.500       |
| Jun.   | 5.50 | 3.91               | 3.50     | 3.722                    | 2.841    | 9.408        | 9.500       |
| Jul.   | 5.50 | 3.90               | 3.50     | 3.698                    | 2.837    | 9.400        | 9.500       |
| Ago.   | 5.50 | 3.97               | 3.50     | 3.650                    | 2.829    | 9.467        | 9.500       |
| Sep    | 5.00 | 4.03               | 3.60     | 3.553                    | 2.812    | 9.033        | 9.000       |
| Oct    | 5.00 | 4.07               | 3.58     | 3.900                    | 2.700    | 9.067        | 9.000       |
| Nov    | 5.00 | 4.17               | 3.57     | 3.900                    | 2.700    | 9.167        | 9.000       |

Escenario que sólo incluye la inflación en 12 meses de la encuesta de expectativas

Gráfico 2





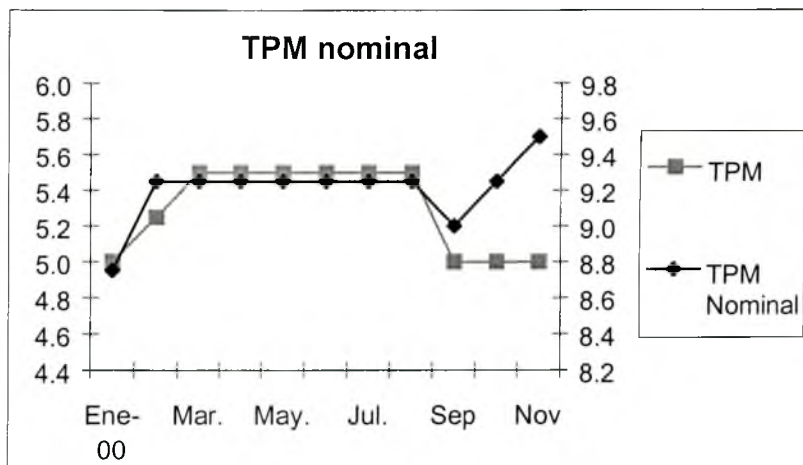
BANCO CENTRAL DE CHILE

Cuadro 3

|        | Señal de<br>inflación(*) |          |        | Premio       |             |
|--------|--------------------------|----------|--------|--------------|-------------|
|        | TPM                      | 12 meses | riesgo | TPM Objetivo | TPM Nominal |
| Ene-00 | 5.00                     | 4.32     | 0.49   | 8.832        | 8.750       |
| Feb.   | 5.25                     | 4.50     | 0.49   | 9.264        | 9.250       |
| Mar.   | 5.50                     | 4.43     | 0.49   | 9.441        | 9.250       |
| Abr.   | 5.50                     | 4.11     | 0.49   | 9.121        | 9.250       |
| May.   | 5.50                     | 4.16     | 0.49   | 9.170        | 9.250       |
| Jun.   | 5.50                     | 4.41     | 0.49   | 9.422        | 9.250       |
| Jul.   | 5.50                     | 4.24     | 0.49   | 9.251        | 9.250       |
| Ago.   | 5.50                     | 4.21     | 0.49   | 9.218        | 9.250       |
| Sep    | 5.00                     | 4.47     | 0.49   | 8.978        | 9.000       |
| Oct    | 5.00                     | 4.77     | 0.49   | 9.283        | 9.250       |
| Nov    | 5.00                     | 5.01     | 0.49   | 9.522        | 9.500       |

(\*) Corresponde a la diferencia entre los PDBC360 y la tasa de los PRC cero cupón a un año

Gráfico 3



Cuadro 4

|        | Señal de<br>inflación(*) |          |                  | Inflación            | Inflación       | Inflación Proyección MEP |             |
|--------|--------------------------|----------|------------------|----------------------|-----------------|--------------------------|-------------|
|        | TPM                      | 12 meses | Premio<br>riesgo | Encuesta<br>12 meses | MEP<br>12 meses | TPM Objetivo             | TPM nominal |
| Ene-00 | 5.00                     | 4.32     | 0.49             | 3.60                 | 4.392           | 8.941                    | 9.000       |
| Feb.   | 5.25                     | 4.50     | 0.49             | 3.87                 | 4.311           | 9.314                    | 9.250       |
| Mar.   | 5.50                     | 4.43     | 0.49             | 4.00                 | 4.231           | 9.557                    | 9.500       |
| Abr.   | 5.50                     | 4.11     | 0.49             | 3.88                 | 4.069           | 9.355                    | 9.500       |
| May.   | 5.50                     | 4.16     | 0.49             | 3.87                 | 3.746           | 9.261                    | 9.500       |
| Jun.   | 5.50                     | 4.41     | 0.49             | 3.91                 | 3.722           | 9.351                    | 9.500       |
| Jul.   | 5.50                     | 4.24     | 0.49             | 3.90                 | 3.698           | 9.283                    | 9.500       |
| Ago.   | 5.50                     | 4.21     | 0.49             | 3.97                 | 3.650           | 9.278                    | 9.500       |
| Sep    | 5.00                     | 4.47     | 0.49             | 4.03                 | 3.553           | 8.855                    | 9.000       |
| Oct    | 5.00                     | 4.77     | 0.49             | 4.07                 | 3.900           | 9.083                    | 9.000       |
| Nov    | 5.00                     | 5.01     | 0.49             | 4.17                 | 3.900           | 9.196                    | 9.000       |



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 12  
DE POLITICA MONETARIA  
celebrada el 12 de diciembre de 2000

---

En Santiago de Chile, a 12 de diciembre de 2000, siendo las 15,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 11, celebrada el 14 de noviembre de 2000.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 11, celebrada el 14 de noviembre de 2000, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 10, celebrada el 10 de octubre de 2000.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 10, celebrada el 10 de octubre de 2000, la que se aprueba sin observaciones.



### III. Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que el informe de este mes coincide con la primera reunión de diagnóstico con miras al Informe de Política Monetaria de enero de 2001.

Los puntos destacados son los siguientes:

- Se espera que la inflación total finalice este año en torno a un 4,6%, lo que está en línea con lo previsto en septiembre. La inflación del IPCX se encontraría en 3,3% mientras que el IPCX1 va a mostrar un 2,4% al final del año. Esto revela que las holguras domésticas han absorbido el impacto del tipo de cambio y de los combustibles que ha sido por sobre lo que se esperaba en el Informe de septiembre.
- Estas holguras se asocian con la persistencia de la desocupación a niveles elevados, siendo esto atípico en el estado actual del ciclo económico. Hay diversas razones que permiten entender este fenómeno, principalmente: la lenta recuperación de la construcción; un 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 americana y de hecho, ahora hay alternativas de reducción de la tasa de interés a partir del próximo año. No se daría un aumento adicional como sí se consideró en septiembre, pero esto se ve, en parte, compensado por una latente inestabilidad que se ha visto en Argentina, Turquía y otras partes del mundo, así como persistencias de premios soberanos en niveles elevados por sobre lo que se esperaba en septiembre.
- El precio del petróleo ha retomado una trayectoria que es similar a la que se preveía en el Informe de Política Monetaria de septiembre, luego de haber presentado valores bastante elevados.
- En el ámbito interno, las tasas de interés de largo plazo se han reducido y esto 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, esto es, al previsto en septiembre y agosto.
- Consistentemente con esto, el tipo de cambio real se ha depreciado, pero las expectativas de mercado ni los precios de activos, reflejan una depreciación adicional del tipo de cambio real hacia el futuro.
- La proyección de crecimiento para el año 2001 se ubica en 5,3%, algo inferior a lo que se estimaba en septiembre, fundamentalmente producto de lo que ocurrió con la desocupación. El impacto de la desocupación sobre el consumo sería el elemento fundamental en esta proyección de crecimiento mientras que la inflación total, a fin de año, sería de 3,7%. La inflación subyacente llegaría a 3,5% en el mismo período.
- Hacia fines del año 2002 se espera que la economía retorne al pleno uso de la capacidad, retomando una trayectoria de crecimiento igual al potencial y tanto la proyección de la inflación total como la subyacente se ubican en el centro del rango meta, alrededor del 3%.

*[Handwritten signature]*



- La evolución reciente de la inflación está marcada por dos factores. Uno es que, pese al incremento en el precio de los combustibles y el transporte y además el tipo de cambio, la inflación del IPC se encuentra como se anticipaba en septiembre, esto es, un 4,6% para fines de año. Por su parte, la inflación subyacente, IPCX, ha aumentado por efecto de los precios regulados, y se ubica en 3,3% a noviembre. En parte, aunque los recursos del FEPP están casi agotados, se espera en el corto plazo que la evolución del precio de los combustibles evite recurrir a este Fondo.
- Los factores relevantes para la evolución futura. Las proyecciones que se observan hoy en lo que se refiere a crecimiento de la economía mundial, son similares a las que se indicaron en el IPOM de septiembre que ya incluían una desaceleración de la economía de Estados Unidos de América. Lo que sí es posible es que en el camino hacia esa desaceleración se produzcan turbulencias o incertidumbres, de cierta forma esperables. En todo caso, el diagnóstico central para lo que es la economía mundial sigue siendo similar al de septiembre.
- Términos de intercambio. El precio del cobre, luego de haber estado cerca de US\$ 0,80 la libra, se ha recuperado y sigue la expectativa de tener un precio promedio de 87 centavos por libra hacia el año 2001 y cercano a US\$ 0,92 para el año 2002.
- El precio del petróleo, después de un comportamiento bastante volátil alcanzando niveles elevados en los meses recientes, últimamente ha caído en forma importante. La trayectoria que se observa hoy es similar a la que contenía el IPOM de septiembre, quizás con precios un poco más bajos de los que estaban en septiembre, pero en general esto no modifica la proyección de términos de intercambio para los próximos dos años que sigue alrededor de 6%.
- Tasas de Interés Internacionales. La confirmación de que la economía americana se está desacelerando, permite esperar que se inicie un ciclo de reducción en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal, a partir del primer semestre de 2001. La magnitud de estas reducciones va a depender de la intensidad de esta desaceleración. Por parte de la zona euro, se espera un aumento adicional de 25 puntos base durante el año 2001.
- Las noticias positivas por el lado de la economía internacional se ven, en parte, compensadas por noticias algo menos positivas en lo que es premio soberano para economías emergentes. En septiembre se esperaba un nivel del premio soberano de alrededor de 150 puntos base para mediados del año 2002. Hoy más bien se espera una persistencia de los niveles actuales o algo inferior a los actuales, esto es 200 puntos base.
- Las noticias de oferta y demanda confirman lo que ya se mencionaba en el Informe de septiembre. El consumo se ve bastante lento y las ventas siguen en niveles por debajo de lo observado a fines del año pasado y a principios de éste. Básicamente están en los mismos niveles que el año 1999.
- Las importaciones y las ventas de autos reflejan el mismo comportamiento. Las importaciones de consumo, además, incluyen el efecto de 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 están incorporados, en parte, en el Informe de septiembre. El comportamiento del consumo está relacionado con lo que ha ocurrido con el empleo. Si bien el último trimestre móvil presentó una leve recuperación, todavía el nivel de empleo está bastante por

usf  
Cuz



debajo de lo que se alcanzó a principios de año y la tasa de desocupación desestacionalizada está en 9,6%, llegando a estar cercana al 10%, lo cual muestra que está en un nivel bastante elevado.

- Las razones del comportamiento del empleo son variadas. Una es el desempleo en la construcción que todavía se mantiene en niveles bastante elevados, alrededor de 20%, lo que refleja la lentitud de la recuperación del sector, especialmente el componente habitacional. Por otra parte, el sector industrial ha sorprendido, porque adicionalmente al efecto cíclico que generalmente asocia una caída en la producción con un aumento de la productividad, este aumento de la productividad se ha sostenido en el tiempo y ha persistido. Hoy está en niveles bastante superiores a los que se observaban en los años 1997 y 1998. Esta capacidad de la industria de aumentar producción sin aumento de la ocupación ha influido en el incremento de la desocupación de este año.
- Hay una trayectoria más consistente de recuperación en la inversión no habitacional. Esto se puede apreciar tanto en los permisos de edificación no habitacionales, como en las importaciones de bienes de capital. Los primeros, que en general se comportan en forma similar a los permisos habitacionales, en los últimos meses siguen creciendo a pesar que los otros permisos van a la baja. Los segundos se han recuperado a una velocidad algo más lenta de lo que inicialmente se recuperaron las importaciones de consumo.
- Política Fiscal. Las cifras del tercer trimestre son congruentes con las metas propuestas por el gobierno y con el presupuesto del año 2001. Para el 2001 se espera un crecimiento del gasto nominal algo por sobre 8%, consistente con cuentas fiscales cercanas al equilibrio contable.
- Mercados Financieros. Luego de la reducción de la tasa de interés de política monetaria, a fines de agosto, si bien las tasas de interés de largo plazo no reaccionaron de forma sustancial, a medida que se conoció la información del trimestre en materia de desocupación y ventas, sí se han reducido. En la actualidad se encuentran en alrededor de 6%. Esto tiene implícito una mantención de la tasa de interés de política monetaria en el nivel actual por un tiempo más prolongado al que se esperaba en agosto; de hecho la encuesta de expectativas de diciembre indica una tasa de política monetaria de 5,5% para fines del año 2001.

Este comportamiento de las tasas de interés de largo plazo se ha visto determinado por la economía doméstica y no por eventos en la economía internacional, en el sentido que hoy los intereses de largo plazo en Chile están por debajo de la tasa de interés externa ajustada por premio soberano, impuestos y encaje.

- Los agregados monetarios también son consistentes con la evolución del gasto. El M1A en términos reales desestacionalizado se ha estancado en los últimos trimestres y los agregados más amplios muestran una recuperación.
- El tipo de cambio nominal ha fluctuado en torno a los \$ 575 - \$ 580 por dólar durante la última semana. La perspectiva futura apunta a una estabilidad del tipo de cambio real en torno a sus valores actuales. En septiembre se tenía implícito una trayectoria de depreciación a lo largo de los próximos dos años.
- Hay una serie de balances de riesgo asociados a este escenario central que todavía no están ponderados. Por una parte, hay riesgos asociados al entorno internacional, que principalmente se asocia hoy a una mayor inestabilidad financiera en economías emergentes. Si bien esto 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 sobrereacción del tipo de cambio a un escenario que tiene una inestabilidad financiera mayor.

El segundo elemento asociado al entorno internacional es el precio del petróleo. Hoy día estos riesgos aparecen como simétricos respecto a 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: descompresión de márgenes de comercialización más rápida a la que se tiene en el escenario base; una recuperación del empleo mayor alrededor del año 2001 y un traspaso también de tipo de cambio a inflación que sea mayor que al experimentado en el año 1999 y en el año 2000.

El segundo elemento de riesgo es que los reajustes de salario mínimo y los salarios en general, no sean acordes con la situación global del mercado laboral, impidiendo la recuperación del consumo y del empleo.

- Conclusiones:

1) Los antecedentes más recientes confirman el diagnóstico general que había en el Informe de Política Monetaria de septiembre, en el sentido de un lento dinamismo del gasto interno y del empleo. Si bien las cifras de los últimos meses pueden ser algo más negativas de lo que se pensaba en septiembre, no se acumula aún evidencia sustancial como para modificar las características centrales de este escenario.

2) Las proyecciones de inflación y crecimiento, dada una tasa de interés de política monetaria de 5%, 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. Se estaría en el punto de inflación anual máximo que se venía previendo desde principios de año. De aquí en adelante, la trayectoria de la inflación debería ser de convergencia hacia el centro del rango meta y en ese sentido, la política monetaria debiera estar atenta a una diversidad de factores, en particular, a la gestación de presiones inflacionarias producto de la evolución del mercado laboral, los salarios y el consumo. También es un foco de atención el proceso de desaceleración de la economía internacional, en particular, el grado de inestabilidad que se podría producir en los mercados financieros a medida que la economía americana se desacelere.

El Presidente ofrece la palabra a los presentes para discutir sobre el diagnóstico.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, estima que lo presentado constituye un muy buen informe. No obstante lo anterior, cree importante destacar varios puntos que ameritan un mejor tratamiento en el Informe.

En primer lugar observa que la proyección de inflación total (IPC) para el segundo y tercer trimestre de 2001 se corrige sistemáticamente hacia arriba, en seis décimas, en los sucesivos Informes. También la proyección de inflación total para el cuarto trimestre de 2001 se está corrigiendo en 3 décimas hacia arriba. Esta corrección hacia arriba de nuestras proyecciones de inflación para el año 2001 son explicadas, en gran medida, por las alzas en el precio del petróleo a lo largo del año 2000, alzas que también fueron subestimadas en los Informes anteriores. Señala que, por supuesto, esta corrección hacia arriba en las proyecciones de inflación es mucho menor para la inflación medida por el IPCX.



Afirma que, sin embargo, si se ajustan los cambios de las proyecciones de la inflación IPC por los errores o cambios en las proyecciones de crecimiento económico, la corrección en las proyecciones de inflación son muy superiores, porque el menor dinamismo de la economía tiene un significativo efecto negativo sobre la inflación proyectada. Tomando en consideración este factor, la corrección hacia arriba de las proyecciones de inflación para el 2001 son bastante superiores a las 6 ó 3 décimas mencionadas arriba. Ello sugiere una nota de cautela en las proyecciones de inflación futura y su velocidad de convergencia hacia el centro de la meta rango del Banco.

Un factor determinante de lo anterior es la proyección del precio del petróleo. Estima que las proyecciones pasadas han sido sistemáticamente muy optimistas; desde enero hasta noviembre de este año se ha subestimado el precio internacional del petróleo. Por primera vez dice sentirse tranquilo con la proyección del petróleo, que en este Informe es de US\$ 29 por barril; también está satisfecho que no se reflejen las caídas de los últimos días, que están por debajo de US\$ 29 por barril.

Coincide con los demás supuestos externos e internos para el escenario base en general. Pero estima que se sobre enfatiza 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 1997-1998. La probabilidad estadística de que en un año determinado se "caigan" dos o cuatro economías emergentes, de los casi 200 miembros del Fondo Monetario Internacional, es relativamente alta, y, por lo tanto, no debiera llevar a una preocupación intensa. De hecho los spreads de la deuda soberana chilena sobre los bonos del tesoro de Estados Unidos han permanecido bajos con las crisis turca y argentina e incluso han disminuido en los últimos días. Por consiguiente, el escenario externo, en lo que respecta a volatilidad o segundos momentos, no lo ve peor que antes. Respecto de los primeros momentos, las variables internacionales claves para la economía chilena, como el crecimiento mundial, el precio del petróleo y el precio del cobre, se ven relativamente auspiciosas para el año 2001. De hecho, respecto del crecimiento mundial, el bienio 2000-2001 se ve como uno de los mejores de los últimos quince años.

Otro tema del Informe que cree que se puede mejorar, particularmente en el resumen, es el análisis de las causas del desempleo aún elevado y la baja recuperación del empleo. Cree que mencionar el salario mínimo solo tangencialmente y al final, después de mencionar una lista de cuatro otras variables, es equivocado. Lo pondría bien arriba y le recordaría al lector de que el salario mínimo ha tenido un aumento de 30% o 33% durante los últimos 3 en la peor coyuntura posible de los últimos 15 años en materia de empleo.

Otro tratamiento que cree que es insatisfactorio en esta versión, que también debiera ser corregido, es respecto de la explicación de las causas de la débil recuperación económica. Hay un resumen en el párrafo penúltimo en la página 4.4 que contiene una mención muy elíptica a las principales preocupaciones del sector privado, sin hacerse en forma explícita mención alguna respecto a la incertidumbre en materia de cambios de legislación laboral y tributaria, y en regulación ambiental y laboral. Cree que la forma en que se pone es correcta, pues se dice que el sector privado está preocupado de ciertos temas, pero no se les menciona en forma explícita, al menos en la forma y en el fondo en que son presentados por muchos representantes del sector privado, con las consecuencias que ellas tendrían para la incertidumbre y consiguiente recuperación en el empleo y la inversión.

Por último, señala que su impresión es que el mercado financiero, y en particular los analistas, claman por una mejor explicación de cómo se conduce la política monetaria del Banco Central. Propone realizar una discusión más transparente y directa de la relación de la



política monetaria con el horizonte de transmisión, el horizonte de política y la distinta ponderación que se da a las proyecciones de inflación para el IPC total y el IPCX (inflación subyacente). Estima que satisfacer esa demanda es fácil, requiriéndose de un recuadro o de una sección adicional que todavía no ha sido escrita. Si no estuviera, sugiere fuertemente que se haga un recuadro breve, de unos cuatro o cinco párrafos que explique la actual conducción de la política y haga claro eso al mercado, porque el mercado está confundido, no sabe si es aceptable para el Banco tener o no tener una desviación sistemática por 9 ó 18 ó 24 meses entre la inflación total y la inflación subyacente.

El Gerente de la División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, respecto de la evolución de la economía internacional, coincide con lo señalado por el señor Schmidt-Hebbel en términos de que en algunos puntos hay énfasis en inestabilidad financiera que, dado lo que ha sido la evolución reciente, pareciera haberse tranquilizado. En términos concretos, dice, hoy día, además de estar en un escenario de desaceleración gradual, en el caso de que se tuviera una desaceleración más rápida, lo más probable es que esto se va a producir o va a ir asociado a una disminución de las tasas de interés internacionales, no causado por un incremento de las tasas de interés internacionales ante mayor presión de inflación. Entonces, las perspectivas para las tasas de interés internacionales y en esta misma dimensión también para las economías emergentes, cree que hoy día son mejores. La situación de Argentina ciertamente mejoraría con menores tasas internacionales y también con una depreciación del dólar como la que se ha empezado a insinuar en los mercados internacionales. Esos son factores que cree tienden a despejar ese factor y si aún hay riesgos en lo que es el crecimiento de la economía mundial, en términos del escenario financiero hoy día la situación, tanto en expectativas como de riesgos, son más positivas para nosotros.

También se refiere a choques inflacionarios de corto plazo relacionados con el petróleo y tipo de cambio. Expresa que en la medida que se va consolidando este escenario de menor crecimiento mundial, cree que es lógico que se comience a ver también menores precios del petróleo y que los riesgos hoy día, aún si no se modificara el escenario central, van más bien apuntando a la baja que al alza. Lo mismo cree en relación al tipo de cambio, ya que al ver la evolución de lo que han sido las expectativas de mercado para el tipo de cambio, existe la percepción de que se está más cerca de haber alcanzado un techo. Si se observa la diferencia entre el valor actual y el valor que piensan los analistas a futuro, ha tendido a aumentar, pero en un menor grado. La diferencia entre esos dos valores ha tendido a disminuir y hoy día es más gente la que ya piensa que los valores actuales están más cerca de un techo. Esto se ve además reafirmado por lo que se decía antes de la economía norteamericana y la probabilidad de que las tasas de interés afuera comiencen a disminuir.

Otro punto que no estaba destacado en la presentación, pero cree que también es una novedad respecto de lo que se tenía en septiembre, es que ya hay seguridad de cuál es el presupuesto del sector público y es un presupuesto que es acorde con lo que se había estimado en septiembre.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, coincide plenamente con lo que ha dicho el señor Herrera y también con lo expresado por el señor Schmidt-Hebbel. Señala que le ha llamado mucho la atención los argumentos que se dan sobre las tasas de interés externas, que son cambios en los supuestos respecto a lo que se planteaba en el IPOM de septiembre. Se dice que las tasas de interés internacionales van a la baja, pero sin embargo el spread soberano va al alza y aparentemente porque habría mayor inestabilidad en los mercados financieros de los países emergentes. No ve buenos argumentos que respalden el supuesto que el spread soberano sea mayor de lo que se suponía en septiembre. Lo mismo observa en la inestabilidad del mercado financiero donde no ve que sea mayor que lo que se ha tenido hasta ahora. Estima que estos temas son importantes, porque una de las razones que se da para la decisión de no reducir tasa de interés, es justamente lo que va a pasar con el tipo de cambio relacionado con las tasas de interés externas.



Agrega el señor Carrasco que si no se tienen buenos argumentos para respaldar lo que pasaría a futuro con las tasas de interés externas, la argumentación para reducir la tasa de interés doméstica se debilita un poco. Enfatiza ésto porque lo ve débil en el Informe.

El Consejero señor Piñera señala que un escenario posible es una baja fuerte del petróleo y de la tasa de interés y que probablemente se produzca un desplome del precio del petróleo, siendo ese un factor de riesgo positivo que puede ser definitivo para la economía chilena que no está contemplado en el trabajo, junto con una muy probable baja de la tasa de interés en Estados Unidos de América y en el caso de Chile, tampoco se ve muchos motivos para que haya un aumento del spread para la economía chilena cuando están todos los fundamentos extremadamente positivos.

Señala también que una parte importante de la baja de la demanda interna del país está explicada por el nivel de desempleo, haciendo presente que la última encuesta sostiene que el 60% de las personas que trabaja, perciben algún grado de riesgo de perder el trabajo. Si se cree que el desempleo, durante el año 2001, va a tener un ciclo similar al de este año, se puede proyectar que el bajo nivel de demanda interna va a persistir en el futuro, dado que el nivel de desempleo no va a bajar drásticamente. Esto, acentuado por el hecho de que en algunos sectores hay una sensación de que al país le va a ser fácil volver a un crecimiento del 7% y a un desempleo del 6%. Los dos objetivos son extremadamente difíciles de lograr, en los próximos cuatro o cinco años, luego, se verá como una gran derrota para el año 2001 que el nivel de desempleo tenga una curva ascendente, pudiendo llegar al 9,5% lo cual va a provocar un fuerte impacto en las expectativas y, en consecuencia, en la demanda agregada.

Se refiere a otro punto que mencionó el señor Schmidt-Hebbel con el que está muy de acuerdo y cree que en parte lo que ha generado errores en la proyección de crecimiento es un tema del sector privado, que, se esté de acuerdo o no, ha generado un clima negativo en términos de expectativas, dice, por una serie de factores tanto de leyes como el tema Pinochet, etc., lo que crea un ambiente muy poco optimista en términos de crecimiento. Estima que ese asunto, si bien no está incluido en el modelo, en parte es lo que explica por qué siempre se ha estado sobreestimando la tasa de crecimiento de la economía de este país.

Por último, señala el señor Piñera que en el pasado, la tasa de interés jugaba un rol menor, porque, en una parte importante, las empresas se financiaban desde fuera de Chile, por lo cual la tasa de interés había que subirla muchísimo para tener un impacto en la economía chilena. Hoy día, la impresión que se tiene es que las fuentes externas de financiamiento han disminuido fuertemente, luego la tasa de interés se aplica sobre un porcentaje mayor del total del crédito de la economía chilena, por lo cual, puede ser que una nueva tasa de interés tenga un impacto mucho más fuerte en la demanda agregada que la que tenía en el pasado en que una parte importante de la tasa de interés chilena no afectaba la demanda agregada producto de que había un financiamiento externo. Puede ser que se haya producido un cierto cambio estructural de la economía chilena en términos que hoy día la tasa de interés tiene mucho más importancia en el manejo de la demanda agregada, que la que tenía en el pasado cuando una parte importante se financiaba con recursos externos, teniendo presente como hipótesis que, lo más probable, es que el país va a tener poco financiamiento externo en los próximos tres o cuatro años, luego este fenómeno se va a mantener presente en el futuro cercano.

La señora Subsecretaria de Hacienda señala:

Yo quisiera formular algunas reflexiones que son importantes desde el punto de vista del Ministerio de Hacienda.



En primer lugar, nosotros compartimos el diagnóstico que hace el Banco Central respecto de que la demanda agregada ha tenido una evolución mucho más lenta de lo esperado y que sus perspectivas van a continuar siendo moderadas. Eso es totalmente compartido por nosotros, sin embargo, en nuestra opinión no existiría una completa consistencia con el escenario que se está describiendo en el informe. De alguna manera, la proyección de la demanda agregada tiene un menor crecimiento y asociado a ésto, en nuestra opinión, la inflación también debiera estar más baja y eso no es una cosa que se vea en el informe. De hecho, se ve que la inflación se mantiene igual.

Y en ese escenario, con una inflación más baja, debiera también tenderse a pensar en que el escenario es compatible con una tasa de interés más baja.

A lo anterior, yo quisiera agregar los siguientes elementos. Primero, las proyecciones no parecen incluir el cambio de escenario en términos de caída del precio del petróleo que hemos visto y que es un elemento que ha cambiado fuertemente. Asimismo es importante reconocer el hecho que la inflación subyacente, el IPCx1, está en la parte baja de la banda. Estas dos cosas deberían hacernos pensar en un IPC esperado más bajo.

Un tema adicional muy importante tiene que ver con el hecho que hemos logrado una ley de reajuste que es una excelente señal al sector privado. Esto ha sido algo que ha costado mucho sacar adelante, pero que es una señal muy fuerte y muy potente al sector privado en términos de equilibrio macroeconómico, lo que va a contener eventuales presiones salariales. Esto es un tema muy importante que debería influir en las proyecciones de inflación.

A ésto quiero agregar un último elemento de la mayor relevancia. Pensamos que un escenario en que se presenta una caída importante en la proyección del producto y que, al mismo tiempo, no muestre una posibilidad de rebaja en la tasa de interés, en las condiciones en que estamos ahora, se hace muy difícil para un gobierno retener las presiones de aumento en el gasto fiscal. Sabemos que las presiones serían muy fuertes y es de la mayor importancia mantener un grado de coordinación adecuado entre las políticas monetaria y fiscal.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Gonzalo Sanhueza, señala que respecto al tema de los flujos de capitales y el spread, tiene dos argumentos. Uno, dice, si se observan las proyecciones de los pocos bancos de inversión que proyectan los flujos para el próximo año, como es JP Morgan, ellos están proyectando una recuperación para Latinoamérica del 30% y Chile está prácticamente plano, es decir, Chile no está recuperando flujo de capitales como el resto de Latinoamérica.

El otro argumento es que existe un indicador en que básicamente se recolecta toda la información pública que sale de nuevos financiamientos que van haber para el próximo año y después se llama a las empresas y se confirma si se van a dar o no esos financiamientos. Señala que a esta altura del año todavía no hay buena proyección de cuánto van a ser los flujos de capitales para el próximo año, pero sí se puede comparar qué información se tiene hoy día respecto a lo que había en esta fecha el año pasado. Y si se observara noviembre, claramente había más flujo de capitales para este año que lo que había el año pasado, pero ya a diciembre los montos son similares, son del orden de 1,8 billones de dólares, por consiguiente, tampoco se está viendo en ese indicador que vaya a haber una recuperación en los flujos de capitales. Indica que no existe una buena explicación, porque si se observa los indicadores de solvencia de Chile, respecto al resto de Latinoamérica, se siguen manteniendo las diferencias que había. Si se observan los spread, se siguen manteniendo las diferencias, pero por alguna razón que, probablemente, es el precio de los activos financieros, no se espera la recuperación que se está esperando en otros países y eso es lo que les hace ser bastante cautos respecto a los flujos de capitales para el próximo año.

*[Handwritten signature]*



Respecto al precio del petróleo, señala el señor Sanhueza que tiene un comentario y una duda, porque en el Informe de la parte internacional el precio para el próximo año es US\$ 29 por barril, pero en la primera hoja del informe referido a las proyecciones, es de US\$ 26 por barril. Indica que este último precio era el que aparecía en el Informe de septiembre y es exactamente el promedio del precio futuro para el próximo año, si se toma hoy día. Explica que cuando se dijo que US\$ 29 por barril era el precio futuro que había hace dos semanas atrás, en dos semanas el precio futuro, para el próximo año, ha caído en US\$ 3 y cree que ahí puede haber una sobre-reacción, porque no hay nada fundamental que haya cambiado en las últimas dos semanas, sólo el tema de que el invierno va a ser menos frío en Estados Unidos y de que se habría llegado a un acuerdo con Irak para que siga produciendo. Sin embargo, el aspecto fundamental que tiene el precio alto, que son los bajos inventarios, se mantiene en niveles muy bajos y esta desaceleración de la economía es algo que el mercado también tenía internalizado, o sea, no ha cambiado tanto en las dos semanas. Consecuentemente, cree que puede haber ahí una sobre-reacción del mercado y lo que sí se puede tomar, por ejemplo, es un promedio del precio futuro de los últimos treinta días, llegando a precios de US\$27,5 por barril. Piensa que hay que esperar un tiempo más si se quiere creer que éstos realmente van a ser los precios del petróleo para el próximo año.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, refiriéndose a la caída reciente del precio del petróleo, señala que ella estaba prevista en el Informe de septiembre, por lo tanto, estima que no hay una diferencia tan grande todavía. Está de acuerdo en que éste es uno de los puntos con mayor incertidumbre, pero no hay un cambio sustancial respecto a lo que se veía previamente.

Respecto al flujo de capitales, señala que lo principal que ha pasado desde el Informe de septiembre a la fecha es que se produjo la situación de Argentina y Turquía y que por ahora esos problemas están razonablemente resueltos. Se refiere, particularmente, al caso de Argentina, señalando que van a venir grandes vencimientos de deuda en marzo y en septiembre, por lo tanto, es una situación no resuelta por ahora y lo único que se ve es un pequeño aumento en los spread de deuda soberano, pero tal vez el riesgo mayor no es tanto ese costo sino que, más bien, es que de repente efectivamente ocurra una crisis importante. Hay que recordar que Argentina y Turquía, si bien pueden ser casos puntuales, son países grandes en el mercado emergente.

Otro punto que cree que es importante señalar, es que en el Informe se podría tratar mejor el tema de las causas del desempleo. Dice coincidir con el señor Schmidt-Hebbel en el sentido que el tema de los salarios es al que probablemente deba dársele más importancia. Encuentra que parte de las explicaciones que se dan son más bien contables, tales como decir que hay un buen aumento de productividad, y que ha habido un lento crecimiento de la inversión. Estos son desarrollos que ocurren normalmente en las recuperaciones. Señala que hay que buscar las causas últimas, y ahí coincide en que el tema de los salarios parece ser particularmente importante. Dice que, en efecto, si se mira cuáles han sido las variables que las empresas han ajustado últimamente, se ve que además de la caída del empleo, ha habido una caída de los márgenes de comercialización o de utilidades, un aumento en la productividad y una caída en lo que son los componentes de salarios que no es el sueldo básico sino que los bonos, regalías y pagos por el estilo. Sin embargo, cuando se compara el índice de remuneraciones por hora con el costo de la mano de obra, se observa que el índice del costo de la mano de obra ha crecido mucho menos que el índice de remuneraciones, que ha estado creciendo durante este año, teniendo una diferencia creciente. Lo que uno ve, dice, es que los dos aspectos de alguna manera se compensan y como resultado no se ve un ajuste de salarios muy significativo. Esto, a su vez, tiene algo que ver con dos cosas: una es el salario mínimo que es un tema que va a ser importante de discusión en la primera mitad del próximo año y el otro, el tema de la indexación que sigue aquí presente, porque por mucho que se diga que no hay efectos de segunda vuelta en total, se ve que las remuneraciones por hora están creciendo, a diferencia de los salarios totales.



En relación con el diagnóstico de la inflación, estima que hay que llamar la atención en las diferencias que hay entre lo que ha pasado con el IPCx y el IPCx1, porque se dice en el Informe de que no ha habido efectos de segunda vuelta importantes al aumento del precio del petróleo y del tipo de cambio, pero eso es cierto, dice, respecto al IPCx1. Con respecto al IPCx se ve que ha habido en los últimos meses una tendencia hacia arriba, entonces cuando después se hace el ejercicio del escenario central y se supone que, si no hubo efectos importantes cuando aumentó el precio del petróleo, tampoco los debería haber si es que cae el precio del petróleo, eso sale más natural entenderlo en términos del IPCx1 y no del IPCx. Agrega que si se aplicara el mismo argumento de simetría, lo que se tendría que pensar es que ahí debería haber una caída. Si se toma el IPCx1 que efectivamente no muestra que haya habido un efecto importante de segunda vuelta y se proyecta eso para adelante, naturalmente que las proyecciones de inflación se revisan hacia abajo y por supuesto que la pregunta importante ahí es que si ello es razonable; es decir, si es que el IPCx1 se va a seguir manteniendo bajo o va ir al alza. Por un lado, el elemento cíclico debería empujar ese IPCx1 hacia arriba. Pero por otro lado, dice, también están los efectos de segunda vuelta, en que si uno tiene una caída del precio del petróleo, tal como las remuneraciones por hora estuvieron subiendo durante este año, se podría esperar de que caigan a futuro y ese es un argumento en el otro sentido. Es difícil decir qué va a pasar con todo esto y cree que es un riesgo para los dos lados. Pero piensa que este tema, la diferencia entre el IPCx y el IPCx1, es algo importante que debe considerarse en esta discusión.

El Gerente de la División de Estudios, don Felipe Morandé, aclara el tema que tiene que ver con el escenario externo y con el spread, diciendo que este Informe no es más pesimista en cuanto a la evolución del escenario central de lo que es el escenario externo durante el próximo año y el siguiente. Si se habla de riesgos que pudiera haber a partir de situaciones como la de Argentina o una desaceleración más brusca de la economía norteamericana, pero en términos del escenario central, es básicamente algo muy similar a lo que estaba en septiembre. Lo que sí es distinto, dice, es el comportamiento del spread, relevante para Chile, y en ese sentido lo que se hace en el escenario central es suponer un spread que es menos optimista del que estaba en el Informe de septiembre. Ahí se suponía que el spread soberano, partiendo de un punto que era alrededor de 200 o 210 puntos base en aquella época, se reducía hasta llegar a 150 puntos base en ocho trimestres. Eso hoy día es más pesimista en cuanto a que se está partiendo de 230 puntos base, no de 200, y se considera que haya existido un efecto que parece que va a permanecer por más tiempo y de modo que la trayectoria futuro del spread va de los 230 actuales a 200 hacia adelante. En eso se es más pesimista sobre la base de que aparentemente hay elementos para tener un grado de incertidumbre mayor, en el caso de las economías emergentes, respecto a lo que era su situación hace dos meses atrás. Por consiguiente, ese efecto es bien importante sobre la proyección de crecimiento porque el spread de 150 a que se llegaba antes, a 200 que se llega ahora, es bastante relevante en la proyección de crecimiento de la economía como un todo y en parte explica por qué la proyección de crecimiento hoy día es 5,3% y no 5,7% como era en el ejercicio anterior.

Si los spread van a ser más bajos que éso o no, es cuestión a discutir, pero hay que ver qué argumentos existirían para ser más optimistas respecto a esta variable que lo que está supuesto en el escenario central que está siendo planteado acá, o sea, qué cosas podrían hacernos pensar a nosotros que de aquí a un año o año y medio el spread en realidad va a ser 150 puntos base y no 200 como se plantea en el escenario central. Posiblemente el peso de la prueba va a ser de quienes planteen una posición más optimista en este sentido, porque la información más reciente apunta en la dirección contraria.



La segunda aclaración del señor Morandé tiene que ver con un comentario que hacía la Subsecretaría de Hacienda, de esta combinación de la misma trayectoria de inflación y una trayectoria de crecimiento más por debajo, acerca de cómo éso es consistente internamente. Lo cierto, dice, es que acá hay varias cuestiones que están influyendo sobre ésto, pero una de ellas es que hay una revaluación hacia abajo del crecimiento potencial de la economía hacia los dos años siguientes, en relación de nuevo a lo que se supuso en el IPOM de septiembre. Entre otras cosas, señala que ésto está influido porque la inversión ha sido un poco más baja que lo previsto y también por estas razones que son un poco más subjetivas y que han salido todo el tiempo en la discusión, como son el ambiente más pesimista que existe o las trabas a la flexibilidad del mercado que no se resuelven. Hay cuestiones que hacen pensar con alguna base, que el crecimiento potencial podría afectarse más allá del muy corto plazo. Si eso es así, señala que es perfectamente posible plantear un crecimiento efectivo algo por debajo de lo que había antes, con una inflación que se comporta muy parecidamente a lo que había antes y sin que eso signifique necesariamente que haya que cambiar la tasa de interés de política monetaria. Al revés, en el momento que se está suponiendo un crecimiento potencial menor, si bien una política más expansiva que la actual puede conducir a un resurgimiento de la inflación, a pesar de que la economía está creciendo menos que lo anticipado previamente.

El Vicepresidente señor Marshall está de acuerdo en todo con el señor Morandé, menos con la conclusión. Señala que han sido muy buenas sus dos aclaraciones y justamente quiere partir por la conclusión porque ahí es donde tiene la discrepancia.

Tiene la impresión que, si se toma el IPOM de enero de este año, el diagnóstico actual ha pasado por dos cambios y no por uno. Esos dos cambios, a su juicio, se refieren a lo siguiente. El diagnóstico inicial era de una recuperación rápida, no consideraba cambios estructurales de magnitud en la economía chilena. La discusión en enero de este año se refería a si los flujos de capitales retornaban en forma violenta al país, como sostenían algunos, o retornaban en forma más pausada, como era el enfoque predominante en el análisis interno, pero de alguna manera estaba implícito en el análisis la ausencia de un cambio estructural en el proceso de crecimiento, por tanto, en las tasas de rentabilidad de inversión, y en general, en la recuperación de la actividad hacia niveles que se podría considerar normales para estándares históricos. La evidencia que se tenía en ese momento confirmaba esa visión, o sea, una recuperación rápida de la demanda, del empleo, recuperación de la inversión hacia fines del año 1999, esa fue la información que se tuvo en el primer trimestre de este año, incluso dice recordar que en marzo la información que se tenía del crecimiento de la demanda o el consumo en febrero era del orden del 12%, o sea, bastante importante. Posteriormente, entre la información del segundo trimestre y la reunión del 28 de agosto, se fue dando un vuelco a la probabilidad de que la expansión de la demanda fuese algo menor, por distintas razones, pero lo que se fue señalando es que la demanda estaba respondiendo más pausadamente por razones de expectativas, de empleo, etc. y por tanto, lo que se tendría es un crecimiento proyectado un poco más hacia adelante, o sea, todo este mecanismo operaba sobre la base de que, y complementando un punto que señalaba el señor Schmidt-Hebbel, siempre se corregía hacia abajo el crecimiento de los próximos trimestres y se corregía hacia arriba el crecimiento de los siguientes trimestres, y ahora se está haciendo lo mismo.

Señala el señor Marshall que en este punto entra en discrepancia con el señor Morandé. Cree que, en estos momentos, se tendría que hacer un nuevo cambio en el diagnóstico y el cambio en el diagnóstico, a su juicio, es que el crecimiento esperado de esta economía es más bajo. Aquí, dice, se puede discutir si este es el crecimiento potencial, físico o de mediano plazo, pero su impresión es que por distintas razones, no solamente de expectativas sino que la falta de flexibilidad en los mercados laborales y en los mercados financieros, temas que aquí mismo se han planteado. Cuando el Presidente hace un análisis sobre el mercado financiero y destaca justamente la ausencia de instrumentos que permitan



una mayor flexibilidad en los mercados financieros chilenos, se está destacando un hecho; o que es que esta economía en circunstancias de necesitar reasignación de recursos tiene algunas dificultades o cuando se toca el tema del mercado laboral, también se está destacando un hecho en ese sentido, y lo concreto es que, a su juicio, después de un tiempo relativamente prolongado, no hay sectores que se pueda decir "estos son los sectores estrellas de este país". De alguna manera eso refleja también la percepción casual que se tiene al conversar con los empresarios, ellos en general tienen una visión relativamente positiva, optimista, o sea, no es una visión pesimista, pero mesurada, no se ven grandes proyectos de inversión, no se ve buena rentabilidad para proyectos de inversión y todo eso se acumula en que el crecimiento esperado de, ya sea la demanda o bien sea el producto o del producto potencial, al final deriva en algo más moderado y lo que sale de las encuestas de expectativas que se han hecho, al menos para el futuro de seis trimestres, es justamente eso. Si se parte de la base que el crecimiento potencial o esperado o de mediano plazo es más bajo, cree que se derivan bastantes consecuencias.

En primer lugar, se deriva el crecimiento del consumo ya que, a su juicio, el comportamiento del consumo y la demanda se explican mucho mejor si es que se entiende que los agentes tienen una visión de mediano plazo y se dan cuenta que su ingreso permanente ha disminuido y que por lo tanto, son flujos de consumo posibles que ya no tienen en consideración un crecimiento del ingreso a un ritmo de 7% anual, sino que un crecimiento del ingreso a un ritmo del orden del 5% o 5,5%. Por lo demás, dice, cuando se toman los datos estructurales de la economía chilena y se los pone en las ecuaciones de regresión que calculan el crecimiento el resultado es esperado para los próximos cinco años, al estilo de los trabajos que hace Barro, el resultado es siempre del orden de 5% a 5,5%, pero no da cifras de 7%. Es decir, el crecimiento en torno a 5% – 5,5% es el crecimiento que aparentemente, dado los recursos naturales, el nivel de educación de la fuerza de trabajo y la calidad de las instituciones del país es lo que corresponde al crecimiento de mediano plazo de este país. El crecimiento anterior estuvo impactado por shocks de productividad muy fuertes y por aumento en el déficit en cuenta corriente muy significativo entre los años 1996 y 1997, elementos que no existen actualmente. Si se va a tener esos shocks de productividad, es un tema que no es parte de la política monetaria, y mientras tanto hay que reconocer que no están esos shocks de productividad y en ese sentido, cree que cuando se hace un diagnóstico de este tipo, se tiene que llegar a la conclusión de que los precios fundamentales de la economía tienen que ajustarse a esa nueva realidad. Es decir, si se corrige hacia abajo el crecimiento de mediano plazo o el crecimiento potencial, la tasa neutral va a caer inevitablemente, y eso, a su juicio, es lo que el mercado ha ido percibiendo gradualmente durante este año, de acuerdo a las encuestas. Esto se ha percibido y se ha tenido que ir corrigiendo el modelo y nadie sabe si la tasa neutral es 5,5%, si la tasa neutral de largo plazo es 6%. Eso, dice, no lo sabe ni la División de Estudios, ni el modelo, no lo sabe nadie. Su impresión es que la tasa neutral, si se puede llamarla así, se está gradualmente corrigiendo hacia abajo en la misma medida en que el crecimiento de mediano plazo se va corrigiendo hacia abajo. Cree que este fenómeno de corrección del crecimiento esperado en la economía chilena es una mala noticia que nadie quiere dar, y tampoco la quiere dar el gobierno porque, en la campaña, se comprometió a crecer al 7%. En su opinión, esto tiene algo de realidad. Porqué, a su juicio este punto es importante: porque el Informe, si bien comparte el análisis central, está lleno de decir "esto está muy deprimido todavía". Piensa que no está deprimido, que es normal, porque la economía está normal. Señala que la economía de este año se parece a la economía del próximo año y del próximo y del próximo, no es distinta: es una economía que tiene fluctuaciones, altibajos, pero no es que se esté en el fondo de un abismo tratando de salir. Por lo tanto, un análisis en esa dirección, una caída en el ingreso permanente o esperado para los próximos años, en la perspectiva de mediano plazo, cree que tiene efecto y ése es su énfasis en el diagnóstico, además, cree que este elemento está en el documento, el que contempla una caída del producto potencial, pero estima que no está suficientemente integrado en el análisis y eso es lo que desea enfatizar.



El otro punto que señala es que dentro de los riesgos de subrayar el riesgo que mencionaba Pablo García de traspasos mayores, o sea, que el efecto de traspaso de tipo de cambio al resto de los precios sean mayores y, dentro de eso, lo ha conversado con algunos Consejeros, pero lo plantea como una visión respecto al reajuste del sector público y cree que hay que felicitar al Presidente por ser el único que levantó la voz en ese tema. Sin embargo, cree que a juicio del Consejo, el tema principal en que se debiera insistir es que las correcciones de precios deben hacerse hoy día con la inflación futura. Tan importante como evitar traspasos de segunda vuelta, etc. es que en los reajustes salariales, especialmente en el ámbito del sector público, las correcciones deben hacerse en base a la inflación futura y no a la inflación pasada. Si se hacen en la inflación pasada, señala que se va a caer en estos efectos de segunda vuelta que es necesario evitar y eso es un punto que, a su juicio, se debería subrayar. Nosotros, dice, deberíamos ser promotores de la inflación esperada de acuerdo a la meta y que todos los reajustes deben hacerse de acuerdo a inflación esperada, de acuerdo a la meta. En la medida que todo el país haga su reajuste en base a la inflación esperada de acuerdo al punto central de la meta, no va a ser necesario hacer ajustes de la tasa de interés. Si no es así, va a ser necesario hacer esos ajustes, porque nos vamos a salir de la norma.

El Gerente de la División Política Financiera, señor Herrera, hace un alcance sobre esta discusión del producto potencial y su impacto en las decisiones de política monetaria y en las comunicaciones que se había previsto dar al mercado.

Cree que para efectos de política monetaria, lo esencial es distinguir cuáles son las brechas de recursos que hay hoy día disponibles en la economía y dentro del horizonte de proyección. En ese sentido, piensa que tener una referencia de lo que puede ser ese producto potencial en el mediano o largo plazo, siendo el mediano o largo plazo más allá de los dos años, es relevante por su consecuencia sobre la demanda, pero menos relevante sobre lo que van a ser las perspectivas de la inflación en el transcurso de los próximos dos años. Respecto a cuál va a ser la evolución de la brecha, en el Informe se plantea y también en la aclaración que hizo el señor Morandé que la trayectoria del producto potencial para el próximo año sería algo inferior de lo que se tenía presupuestado anteriormente, por una menor inversión, pero al mismo tiempo, cree que hay que señalar que el crecimiento de la productividad que se ha tenido, ha sido bastante mayor de lo esperado y la contraparte de eso es que a pesar que se ha crecido al 6%, todavía existe una situación de desempleo de 9,5% que es similar a la que había un año atrás. Por lo tanto, en esa dimensión se puede discutir cuál es la holgura efectiva, porque si hay restricciones, como son los salarios mínimos, percepción de que los costos laborales van a aumentar, a lo mejor con esa restricción, la holgura efectiva de recursos en el mercado laboral es algo menor, pero aún existe una holgura y cree que ese punto inicial es importante de enfatizar. Se ha obtenido un crecimiento que ha estado basado en un alto crecimiento de productividad, como se veía, bastante focalizado en el sector de la industria, y eso reduce las presiones inflacionarias de aquí a los próximos dos años en promedio; entonces, efectivamente no se sabe qué va a pasar de aquí a dos años más, pero si algo hoy día se tiene son holguras mayores de las que se podría haber previsto algunos meses atrás y en ese sentido las perspectivas inflacionarias cree que no son mayores.

Por último, se refiere a que ha habido, en el margen, un incremento en la tasa de inversión, con una composición distinta: menos inversión que esté vinculada a los sectores domésticos; menos inversión en construcción habitacional; más en establecimientos industriales; en importaciones de bienes y maquinaria y una situación similar se observa en lo que es la evolución del empleo. Menos crecimiento del empleo en el sector de comercio y servicio y una recuperación tenue en la parte construcción.

El Consejero señor Desormeaux señala que un punto que le preocupa del Informe es la sensación de que el escenario externo se ha tornado más favorable. Cree que eso es cierto en el plano del precio del petróleo, porque por primera vez las noticias tienden a



ser más favorables y se ve la posibilidad de una declinación del precio del crudo, tal vez, más rápida incluso de lo que se estaba previendo. Pero no cree que sean tan buenas las noticias que vienen por el lado del sector real y del sector financiero. Desde ya, en materia de flujo de capitales está claro que se está en presencia de una iliquidez que va a ser bastante duradera, tal vez dos, tres o diez años y eso va acompañado de un aumento en la aversión al riesgo. Esto, dice, no es 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, ha desaparecido prácticamente el mercado de los bonos basura, han subido muchísimo los spread de bonos corporativos e incluso el crédito bancario en este momento se ha estrangulado y los activos de los bancos se han deteriorado. Esto, unido al hecho que se está viendo una desaceleración muy fuerte por el lado de la inversión, que el resultado de las empresas tecnológicas se ha deteriorado en forma significativa y que los índices de producción industrial por primera vez empiezan a mostrar declinación. Es cierto que se mantiene incólume el consumo y esa es la tranquilidad que existe todavía, ahí están dos tercios del gasto, pero es un cuadro que cree que debiera llamar a la preocupación.

Agrega que también se están viendo señales de desaceleración en Europa, de manera que, respecto de esta situación de iliquidez, de aversión al riesgo, de desaceleración en los Estados Unidos, no hay duda que hay herramientas con la cual combatirla y en ese sentido está totalmente de acuerdo con Luis Oscar Herrera al decir que están las tasas de interés disponibles. Ya hay señales de que se van a utilizar y no solamente está eso, está la política fiscal donde existe un superávit disponible que se está dispuesto a usar para estimular a la economía. Pero señala que hay que tener cuidado, porque en esto hay rezagos y le preocupa mucho que se esté contando con un escenario externo tan positivo en circunstancias que la desaceleración puede ser mucho más marcada de lo esperado y que los elementos correctivos o las variables correctivas van a tomar algún tiempo en actuar. Así es que el escenario de un "hard landing" o de una situación parecida a un "hard landing" cree que no se puede descartar, porque las noticias que se va viendo en el margen todas tienden a ser bastante limítrofes con una situación de un aterrizaje un poco más fuerte.

En el plano interno, manifiesta que le preocupa el pesimismo del señor Marshall. Cree que el crecimiento potencial de los países no es inmutable sino que es algo realmente muy sensible a las políticas internas y por cierto también al escenario externo. Si hay algo que se aprendió en los años 70, 80 y también en los 90, es que con buenas políticas de oferta, el crecimiento potencial puede ser muchísimo más alto. Estima que no hay que conformarse con un crecimiento de 5,5%, cree que la respuesta está, por ejemplo, en los acuerdos comerciales que se están negociando. Piensa que si Chile tiene éxito de aquí a un año plazo y está dentro del NAFTA, posiblemente se va a estar hablando de tasas de crecimiento potencial del 7% a muy corto plazo, por lo tanto, cree que hay que darle una segunda mirada a temas como la legislación laboral, la legislación tributaria y la posibilidad de privatizaciones, todos elementos que pueden llevar a un crecimiento potencial más alto y que van a tener consecuencias, naturalmente, sobre la tasa neutral.

El Gerente de Análisis Macroeconómico hace algunas aclaraciones a algunos temas que se han mencionado.

Respecto de las correcciones al alza en las proyecciones de inflación, señala que se puede tener una postura algo menos negativa que la del señor Schmidt-Hebbel si se analiza el hecho que mucho de estos efectos han sido por proyecciones del petróleo que se estaban haciendo erradas y no solamente acá, sino que en cualquier tipo de ejercicio de proyección habría surgido el mismo problema. Estima que los errores de proyección han estado más bien en la otra dirección. Los efectos de segunda vuelta que se hubiese predicho, de solamente actualizar la cifra del precio del combustible e incluso el tipo de cambio, habrían sido mucho mayores, lo que habría obligado a corregir la inflación hacia arriba en forma mucho

3  
real



más sustancial. El hecho que eso no se haya producido, es resultado de que el traspaso del tipo de cambio y los efectos de segunda vuelta han sido mucho menores a los que históricamente sucedía en la economía chilena y eso, dice, lo asocia con un comentario de María Eugenia Wagner respecto a qué es lo que explica que se tiene menor crecimiento y una inflación similar en el horizonte de proyección.

Una explicación, dice, es la que mencionó el señor Morandé que es un crecimiento potencial menor para el año 2002. Sin embargo, hay otra explicación que es el punto de partida del tipo de cambio, que es sustancialmente más alto del que había en septiembre. Hay una corrección al alza del punto inicial donde parte el tipo de cambio alrededor de 3% a 4%, pero la trayectoria posterior, o sea, el punto de llegada del tipo de cambio es bastante similar al que había en septiembre. El punto inicial de septiembre está más arriba y eso indudablemente tiene un impacto inflacionario hacia el año 2001. El traspaso que se está suponiendo es de nuevo similar al histórico. Si durante el año 2001 se verifica que el traspaso en realidad va a ser mucho menor, la implicancia sobre la inflación por supuesto sería hacia una menor inflación el próximo año y el año 2002. Eso referido al tema de la trayectoria del tipo de cambio y el efecto traspaso de inflación.

En segundo lugar, el énfasis en la inestabilidad financiera internacional. Piensa que aquí hay que distinguir dos cosas: lo que es el escenario central de lo que son los escenarios de riesgos. Por un lado, dice, los flujos de capitales están más escasos de lo que se pudo haber esperado hace unos meses y en segundo lugar, está el tema de que a pesar que ha habido un ajuste de precios importante en los mercados internacionales, la volatilidad de los mismos no ha disminuido y por lo tanto, si este fenómeno de mayor volatilidad en las acciones tecnológicas, por ejemplo, es un carácter más persistente también se va a observar mayor volatilidad en lo que son los bonos de empresas, que son sustitutos de bonos soberanos de países emergentes, en eso hay bastante evidencia al respecto. Por lo tanto, si este fenómeno de mayor volatilidad persiste en el tiempo, también va a persistir un nivel de premio soberano más alto hacia adelante. En parte, eso se ve compensado por una trayectoria de la tasa de interés internacional más baja de la que había antes, pero los dos efectos, al final, tienden a ser más bien contractivos.

Por otra parte, los escenarios de riesgo. El señor García dice que no sabe si se puede descartar inestabilidad regional como el escenario de riesgo relevante cuando la experiencia muestra que justamente esos son los problemas que tienden a golpear a la economía chilena, además de lo que puede ocurrir en las economías industrializadas, pero aparentemente, por un lado, el aterrizaje de la economía es un elemento de riesgo y la velocidad con que se desenvuelva, pero también es un elemento de riesgo las implicancias de ese aterrizaje sobre las economías emergentes, por lo tanto, cree 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 otra parte del mundo.

El Presidente señor Massad señala que obviamente se está frente a un mundo distinto al que había en los años 1997 y 1998, en varios sentidos. Es distinto, desde ya, en la dirección de los flujos de capitales en que había una fuerte inclinación a invertir en economías emergentes, que no se está dando actualmente y está la gran incógnita si eso va a volver en algún momento. Desde ese punto de vista, no se está expuesto a una presión externa por ingreso de capitales al país sino que los ingresos de capitales, seguramente, como se ha mencionado en otra oportunidad, van a estar dependiendo de las demandas de inversionistas que quieren hacer una inversión particular y que necesitan financiarla, más que de bancos que vienen a ofrecer a empresas chilenas recursos a una tasa de interés atractiva. En ese sentido, señala, el mundo evidentemente cambió.

También cambió, en cierto sentido, en América Latina. A modo de ejemplo se refiere a un país vecino que hace tres o cuatro años atrás sentía como justificado que el



Presidente de la República de ese país fuera a la sesión del Fondo Monetario y apareciera con el Presidente Clinton entrando a la Asamblea del Fondo Monetario, ofreciendo al mundo el modelo de su país en su discurso oficial. También recuerda que Brasil tenía una situación completamente distinta, no se preveía ahí un problema de devaluaciones, es decir, se estaba viviendo un mundo completamente distinto al que hoy se está enfrentando, por lo menos, por el futuro previsible. Y es un mundo que se presta mucho menos para crecer al 7%, a menos que haya un cambio, como por ejemplo, el acuerdo comercial con los Estados Unidos y no se presta para que se vuelva a tomar tasas de crecimiento como las que hubo en promedio en la primera parte de los años 90 hasta 1998.

Además, dice, cuando se hacen los análisis, lo que se mira son los años 1996, 1997, 1998 y 1999. Señala que en ese momento había en Chile una situación de sobregasto más allá de lo que se podía resistir y a menudo se están haciendo comparaciones con esas cifras, diciendo que se está por debajo, y por supuesto que va a ser así, dice, se va a estar por debajo de esas cifras de gasto que se generaron en un momento en que el gasto era absolutamente excesivo e insostenible. Este es un tema que se aplica especialmente a algunos durables como automóviles y también a la construcción de viviendas. Ahí hay un problema de exceso de stock que tomará tiempo en absorber, pero que en algún momento se va a absorber, pero a crecimiento no como en 1996, 1997 o 1998, sino como años anteriores. Dice que hay que mirar ahí, con mucho cuidado, las cifras para ver a qué se está aspirando. No es al exceso de gastos de 1996, 1997 o 1998, sino una cosa bastante más normalizada que eso. Y de hecho, si en alguna de las cifras que se utilizan, a menudo, se hace una proyección del 95 y 96 continuando con una tasa normal, hoy día se estaría más o menos en esos niveles. Si se hace una proyección, como un ensayo que pidió que se hiciera, y se aplica un filtro HP al producto de los últimos diez años, eso muestra el exceso de gasto y ahora estamos en la tendencia. Dice, "estamos de hecho en una tendencia que no está lejos de ser una tendencia simplemente calculada si uno elimina los problemas del exceso de gasto del 96, 97, 98 y la recesión del 99. Señala que en ese sentido se explica absolutamente y comparte lo que el Consejero señor Desormeaux ha señalado.

Manifiesta que de alguna manera hay que indicar que, ahora, no estamos en situación de crecer a las tasas del pasado anterior a la recesión, sino a tasas que serán más normales para esta economía por varios años. No es que esto sea permanente, pero cree que perfectamente se puede pensar que los años 2001 y 2002, y tal vez una buena parte del año 2003, van a caer dentro de este tipo de clasificación. Piensa que la proyección que hay para el año 2001 tal vez sea un poco pesimista, porque no visualiza muchas razones por las cuales el 2001 va a crecer menos que el 2000, sobre todo tomando en cuenta que las importaciones de bienes de capital están mostrando una conducta bastante positiva. No le preocuparía si la proyección de crecimiento para el año 2001 muestra 5,5% ó 5,6% en vez de mostrar 5,2% ó 5,3%, pero sí le preocuparía que fuera más alto que eso.

Señala, también, que como en cualquier salida de recesión, hay gran incertidumbre y todo se interpreta como tendencia, además que ha habido algunos cambios estructurales importantes como es la flotación cambiaria. Cuando se tiene un sistema cambiario en que el riesgo del cambio lo asume la autoridad, o sea, 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, porque hay un costo que tiene que ver con la incertidumbre sobre el tipo de cambio, costo que antes lo asumía la autoridad y que ahora lo asume el sector privado. Ese es un cambio estructural. Piensa que hay un cambio estructural en la distribución de los costos en la economía y ese cambio estructural podría perfectamente significar, por ejemplo, que el tipo de cambio "real de equilibrio" en términos de la asignación de recursos, sea ahora más alto del



que era antes de pasar a flotar, porque el costo de la incertidumbre la paga el sector privado. Este cambio estructural importante es el que se tiene que considerar en esta economía y explorar sistemáticamente sus consecuencias.

Explica el señor Massad que ese cambio es enormemente favorable para la economía por otras consideraciones, porque les permite enfrentar mucho mejor la situación de choques externos y facilita el accionar de la política monetaria compatible con el mecanismo de metas de inflación. El balance es esencialmente positivo, pero es un aspecto de la política que se tendría que evaluar cuidadosamente en sus consecuencias porque la distribución de costos en la economía es ahora distinta. Es un tema, dice, que tal vez en algún momento habría que detenerse a meditar y ver cuáles son los alcances de ese tipo de cambio estructural. Hay que ver bajo este cambio, u otros cambios estructurales, qué pasa con el modelo de proyección, si todavía son válidos los mismos parámetros, pues ya hay uno que no es válido que es el coeficiente de traspaso, que cambió por razones muy parecidas y eso tiene también efecto adicional.

Se refiere también a un tema que le ha preocupado desde hace algún tiempo y recomienda mirar con cuidado, y es que en las proyecciones dentro de la banda meta de inflación, lo que se incluye es la propia proyección de la inflación, de modo que la importancia que tiene la proyección es enorme porque de hecho la proyección define la política. El Banco Central mueve las tasas de interés o no las mueve según su propia proyección de lo que esté pasando con la inflación, porque hay que mirar a futuro y por lo tanto, el peso que se tiene que poner en la validez de los modelos que utiliza es mucho mayor que si se actuara de otra manera. Hay algo que hacer ahí que, obviamente no se va a resolver ahora, pero hay que tener presente que a las incertidumbres propias de una salida de recesión se agrega aquéllas que tienen que ver con cambios estructurales, algunos de los cuales se han promovido para mirar la proyección hacia adelante. Agrega a esto – recogiendo uno de los temas mencionados por el señor Schmidt-Hebbel – la dificultad que tiene el público, para entender la forma en que se está haciendo la política en el Banco Central. Señala que no se puede seguir usando tres IPC públicamente en los análisis. En los análisis internos se puede usar hasta diez, si se quiere, pero para la transmisión al público estima que ya dos IPC son muchos. Se justifica muy bien, dice, sobre todo en las circunstancias actuales, pero sugiere que se limiten máximo a dos IPC, para no confundir al público.

Recuerda que los salarios se reajustan por el IPC del INE, no por ninguno de los que se analizan aquí y en algún momento el tema de reajuste de salario automático va a volver a salir. Aquí concuerda absolutamente con lo que señalaba el señor Marshall, en el sentido de que lo que hay que transmitir es que los reajustes corresponden a la inflación futura, a la meta, y no a la inflación del pasado. Estima que es un tema que vale la pena acentuar.

Finalmente, el Presidente comenta sobre la actual tasa de interés de la economía que ya está fijada por un tiempo. Si se piensa que lo que hoy ocurre en la economía es lo que va a ocurrir en un tiempo prolongado, probablemente, dice, la tasa de interés tiene que ser la que hoy día existe. No se ve un cambio muy grande ahí. Sin embargo, el efecto de los elementos estructurales que mencionaba antes sobre la economía, los puede llevar a una conclusión que puede ser eventualmente diferente más adelante respecto de la tasa de interés, pero es algo de lo cual, primero, habría que buscar bastante más evidencia, para poder alcanzar una conclusión.

Su inclinación, hoy día, es insistir en mirar de cerca los eventuales cambios estructurales que haya sufrido la economía chilena, pues estima que ese análisis es muy importante para futuras medidas de política. Cree que hay, por lo menos, un cambio estructural que tiene que ser investigado más de cerca de lo que se ha hecho hasta ahora. Agrega que el 10% de desempleo sin duda es alto. Señala que si las proyecciones de inflación son firmes, no habría mucha razón para estimular mucho más la economía, porque se ha logrado estar dentro



del rango y alrededor del centro de la meta. Sin embargo, dice, sí habría razón para señalar que hay un problema en el desempleo y que se resuelve por otras vías y que esas vías tienen que ver, por ejemplo, con los temas de flexibilidad de la economía, e incluso con los temas de indización y cree que puede ser ya oportuno que se comience a plantear, o por lo menos a discutir en el Consejo, si conviene plantear más públicamente un avance más allá en materia de evitar la indización. Una forma de hacerlo es plantear la indización de salario respecto de la meta más que respecto del IPC corriente, pero cree que es algo en lo que se tendría que avanzar. Estima que ése sería el camino en el cual el Banco Central podría hacer una buena contribución, más que pensando en que se debería, sobre estas bases, alterar la tasa de interés. No dice que eso no pueda ocurrir en el futuro, porque la posibilidad se mantiene siempre abierta, pero tal como hoy día lo ve, cree que el tema está más bien por el lado de las rigideces en el mercado que por la vía de tasas de interés.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División Estudios que haga las recomendaciones y opciones de política monetaria

El señor Morandé señala lo siguiente:

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. Mientras, 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 IPOM 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.

¿Tiene sentido en este contexto plantear una **reducción** de la tasa de interés de política (TPM)? Si juzgamos a partir del escenario central, la respuesta es negativa en vista que las proyecciones de inflación no establecen una trayectoria de esta variable que amenace con 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 hoy arriesgue una trayectoria de la inflación no necesariamente convergente al centro del rango meta dentro del horizonte de 24 meses. Asimismo, los riesgos mencionados respecto del escenario central tampoco apuntan en la dirección de sugerir una rebaja de tasas. 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 2001 mayor al observado hasta ahora, con lo que el mercado podría poner en duda el compromiso del Banco Central con su meta.

Lo cierto es que una rebaja de la TPM sólo podría encontrar justificación si se llega al convencimiento que la actual TPM no es tan expansiva como parece; o lo que es lo mismo, si se concluye que la TPM neutral es menor que 5,5%. Este fue el ejercicio realizado para la reunión del 28 de agosto y el IPOM de septiembre, cuando la tasa neutral se redujo desde 6% a 5,5%. Si bien la información disponible entre esa fecha y la actual ha sido algo más negativa que lo previsto, aún no se acumula suficiente evidencia como para realizar un cambio de escenario de la misma magnitud.

¿Hay razones para **aumentar** la TPM en la actualidad? La misma trayectoria descrita para los distintos indicadores de inflación en el escenario central hacen responder también negativamente a esta interrogante. 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 trimestre 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 de 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 debemos 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. No obstante, si tuviéramos que definir un sesgo respecto del *outlook*, este sesgo sería al alza."

El Gerente de la División Internacional, señor Jadresic, comenta que el escenario base supone que las caídas del precio del petróleo no tienen efecto de segunda vuelta y esto, siempre trabajando a un nivel técnico interno con el IPCX. Señala que este punto es importante, porque durante el período de aumento del precio del petróleo, se ha visto que para el IPCX sí ha habido un efecto de precio del petróleo en ese índice. Por lo tanto, si se quiere evaluar lo que va a pasar hacia adelante si hay una caída del precio del petróleo, existe aquí una desviación respecto al escenario central, en el sentido que por simetría se tendría que decir que con una caída del precio del petróleo también va a haber una reducción de la inflación medida por el IPCX. Esto significa que, si se mantienen los demás supuestos constantes, la tendencia de la inflación debería ser durante 2001 un poco más baja de lo que está proyectado en el escenario central.

Otro riesgo que también podría mencionarse, es que en materia de salarios ha habido, durante el año 2000, una disminución en los bonos y otros componentes de los salarios que no son remuneraciones por hora. Durante 2001 este fenómeno podría revertirse. Sin embargo, volviendo al tema de la segunda vuelta y respecto de posibles caídas del precio del petróleo, tal como en el año 2000 se ha visto que por efecto de la indización las remuneraciones han tendido a aumentar, durante 2001 debería producirse el efecto inverso.

Por lo tanto, señala que en balance, hay riesgo para los dos lados. En particular, con la diferencia en supuestos antes mencionada, cree que eso llevaría a proyectar una inflación un poco más baja que lo que está en el escenario central. Por lo tanto, no concuerda con la percepción de que el sesgo deba ser al alza.

El Gerente de la División Política Financiera también discrepa del outlook positivo que se le da a la tasa de interés. Cree que hay que estar atento a dos factores que a esta altura parecen igualmente probables y son los siguientes: por el lado interno, la velocidad a la que se va a recuperar la cadena empleo, consumo, salario y márgenes de indización. Ciertamente, dice, por ese lado hay una expectativa de que las cosas pueden apuntar más al alza que a la baja de la inflación, pero por otro lado, cree que se está abriendo una ruta a nivel de lo que es la evolución de la economía internacional en el otro sentido. Si se va a tener una economía que en definitiva no prende a la velocidad que se espera y al mismo tiempo se tiene una desaceleración internacional con una disminución de las tasas internacionales, cree que eso también abre el espacio para que se pueda reducir, eventualmente, las tasas de interés internas. Estima que hay factores más permanentes que están abiertos en ambas direcciones y en lo personal también piensa que va a ser importante el próximo año distinguir estos factores más transitorios que pueden afectar la inflación, como podrían ser, eventualmente, una disminución de los precios asociados a los combustibles y a las gasolinas, que perfectamente pueden llevar la inflación IPC a la baja y al mismo tiempo, existe una acumulación de presiones positivas de la inflación subyacente por una recuperación de esta cadena empleo – consumo. Cree que hay que estar atento el próximo año, si en definitiva se tiene ese escenario de inflación, de ser consistentes como se ha actuado este año. Tal como este año se ha obviado esos aumentos, el próximo año se tendría que obviar esas disminuciones que como decía el



señor Jadresic, podrían ser sustantivas, pero con el punto de fondo sobre las perspectivas que se dan para la tasa de interés, la posición es algo más neutral que con un sesgo al alza.

EL Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, se refiere a la necesidad de planificar la conducción de la política monetaria hacia el mercado. Señala que, en general, la percepción del informe de septiembre es que el uso de medidas subyacentes es un instrumento analítico y no de meta, porque la meta sigue siendo la meta del IPC total y también se usó la proyección de inflación que es un recurso analítico y no una meta. Dice que usar como meta la medida subyacente tiende a aumentar la volatilidad de la inflación, por la existencia de posibles efectos de segunda vuelta. Por tanto, la meta es la inflación total y el resto de elementos que se coloque son para el análisis, no para una redifinición de la meta.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, se refiere a dos factores que cree que permiten prever riesgos positivos, en el futuro, en materia inflacionaria. Un riesgo que ya se mencionó, y es asimétrico, es una recuperación más rápida en el empleo y el producto. El segundo riesgo, que no se ha mencionado y que tiene, en un sentido, el signo contrario de lo que ha mencionado el señor Marshall, es la eventual corrección del PIB potencial hacia la baja, tanto en nivel como en tasa de crecimiento. Manteniendo constante el PIB efectivo, la reestimación del PIB potencial hacia abajo, implica corregir la brecha entre el PIB efectivo y el potencial hacia arriba, lo que deriva en mayores presiones inflacionarias en el corto plazo.

El Vicepresidente señor Marshall, aclara que cuando él sostiene que el escenario actual se parece al escenario de mediano plazo, lo hace como un punto de referencia para distinguir lo que, a menudo, en el debate público, se mantiene como el escenario del 7%. No lo hace para decir que los precios actuales son los adecuados, cree que hay una gran presión pública para hacer que el punto de referencia de comparación de la economía chilena sea un escenario de 7% y 6% de desempleo.

También cree que es importante la intervención anterior de Pablo García, en el sentido que le responde o aclara algo que había manifestado el señor Schmidt-Hebbel respecto de las correcciones al alza en la inflación. Estima el señor Marshall que ese punto es cierto, pues el señor Schmidt-Hebbel sostuvo que lo que se ha estado haciendo es corregir al alza la inflación, y el señor García dice: la corrección al alza contiene un factor de traspaso y un factor de segunda vuelta que se ha corregido a la baja. Piensa que ese punto también es cierto. Se va a terminar este año con una inflación probablemente en torno al 4,6%, a pesar que cuando se señaló el 4,6% había en mente un tipo de cambio bastante más bajo que el que efectivamente va haber a fin de año, si las cosas siguen al ritmo que están ahora. ¿Por qué menciona este hecho?, porque no es descartable que ese fenómeno siga ocurriendo, no es descartable que el fenómeno de los márgenes no sea tan cíclico y sea un poco más estructural y que siga ocurriendo, y hay que reconocer que eso puede ser así. Señala que no se puede seguir pensando que esto simplemente es una postergación para el primer trimestre del próximo año donde ahora sí vienen los efectos de segunda vuelta. No se puede pasar 9 años diciendo "ahora, el segundo trimestre del próximo año viene la segunda vuelta". Entonces, dice, la pregunta de fondo es por qué no se baja la tasa, pero, la economía chilena, ¿resiste una tasa menor? Para todos los estándares internacionales existe una economía en esta fase del ciclo que tenga una tasa nominal de 9% es difícil de ver, a no ser que haya un ataque especulativo. En los últimos 40 años, no hay. Por qué esta economía tiene un 9% de tasa de interés nominal -5% ó 5,5% ó 6% real- cree que eso es discutible y quiere discutirlo, porque no se queda tranquilo con la explicación. Ahora, ¿por qué no se baja la tasa?: porque existe el temor de que el tipo de cambio va a subir, que Argentina puede desestabilizarse, que el precio del petróleo estaba a US\$ 34 hace una semana, y aunque ha bajado hay que estar



seguros que permanezca bajo, o sea, existe un temor de efecto de segunda vuelta. Por su parte, los efectos de segunda vuelta, a estas alturas, son mixtos, ¿por qué? porque existen efectos, probablemente, de traspaso pendiente, pero hay un escenario de tasa de interés internacional más favorable ahora: se espera que las tasas de interés bajen, igual que el premio soberano y el precio del petróleo, o sea, se espera que los efectos de propagación de la segunda vuelta sean más favorables, por tanto, considera que, si hay un sesgo, ese sesgo va a ser la baja de la tasa, no hay ninguna razón hoy día en los balances que diga que el sesgo es hacia el alza, hasta el momento, toda la evidencia empírica indica que los efectos de segunda vuelta, propagación, etc. han sido menores que los esperados.

Si la tasa corresponde a la tasa de paridad, no hay ninguna evidencia empírica que indique que la tasa de interés de un país, corresponde a la tasa de paridad, hay volatilidad como explicaba recién el Presidente en el tipo de cambio y es bastante, cree que hay un margen, está de acuerdo que no se puede pensar que la tasa de interés interna se puede disparar demasiado respecto de la tasa de paridad, pero cree que se está hablando dentro de los márgenes en que esto es compatible, no cree que haya alguna ecuación que diga que aquí estamos fuera de ellos. A su entender, dado el balance de esto, es partidario de mover la tasa, para clarificar las cosas y por eso hay esta discusión. Comparte la recomendación del señor Morandé porque cree que los elementos que están presentes, en este diagnóstico, son todavía bastante incipientes, incluso, dice, hay una declaración del Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, de hace una semana, diciendo que él pone un sesgo más bien neutral y no el sesgo al alza que tenían anteriormente. Cree que eso va a tender a ser asimilado por los mercados internacionales en el sentido positivo, piensa que el tipo de cambio lo va a reflejar, igual que el precio del petróleo, pero cree que si hay un sesgo éste debería ser hacia la baja

Ese sesgo hacia la baja, a su juicio, tiene que estar condicionado y debiera indicarse, o al menos, manifestar cuáles son los escenarios posibles que son los que planteaba el señor Morandé; o sea, es posible que haya efectos de traspaso, de propagación, reajuste excesivo, etc. y en ese escenario la posibilidad de una baja de tasa es bastante más escasa que en el escenario en que se tenga una trayectoria de la inflación coherente con la que se ha señalado.

Por último, recuerda el señor Marshall que en septiembre, se manifestó una trayectoria de la inflación con una tasa de 5% y ahora lo que se está diciendo es que la tasa de inflación es algo mejor, que el crecimiento es algo peor, pero que la tasa, más bien, tiene un sesgo hacia el alza y no lo entiende. Cree que los elementos apuntan a que se debiera empezar a preparar ahora, con signos de advertencia, pero al menos en un reconocimiento explícito que, dependiendo de la trayectoria futura, es posible bajar la tasa.

El Consejero señor Desormeaux cree que los riesgos de bajar la tasa, hoy día, existen, porque hay una cantidad de presiones, de costos acumulados importantes, márgenes de comercialización que se han mantenido por debajo de los niveles históricos y que serían amenazados si hay una recuperación rápida de la demanda y del empleo que es lo que menciona el Informe. Manifiesta que no quisiera encontrarse el próximo año, si la recuperación de la economía toma patrones normales, con la desagradable tarea de tener que recuperar credibilidad dando un tremendo golpe de timón a las tasas de interés, pues esa sería la peor contribución que se le podría hacer a la economía y ese escenario no se puede descartar. Señala que es distinto, y en eso está totalmente con lo que ha dicho Luis Oscar Herrera, que si en el escenario internacional se ve que, paralelamente, cae el precio del petróleo y bajan las tasas de interés, sin duda que ése es un cuadro en que los riesgos de bajar tasas de interés que son sustancialmente menores y donde realmente él estaría dispuesto a considerar esa opción.



La Consejera señora Ovalle cree que lo más prudente en este momento es mantener la tasa, porque existe una gran volatilidad en los mercados y no hay evidencias suficientes para variarla.

El Presidente señor Massad también concuerda con mantener la tasa, igual que el Vicepresidente señor Marshall y el Consejero señor Piñera.

Por todo lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

**12-01-0011212 – Tasa de Instancia Monetaria.**

**El Consejo, por la unanimidad de sus miembros asistentes, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,0%.**

**Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.**

**IV. Comunicado.**

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria llevada a cabo en el día de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 5,0%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen también sin cambios.

El Consejo, como es habitual, analizó en esta reunión la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.

Tal como se anticipó, la inflación en doce meses registrada en noviembre (4,7%) se mantuvo por encima del límite superior del rango meta, establecido en 4% anual, en tanto los indicadores de inflación subyacente mantienen una trayectoria controlada y cercana al punto medio del rango meta (3%). Esta disparidad se explica por los efectos directos sobre la inflación total del elevado precio que ha registrado el petróleo en los mercados internacionales.

En la medida que dicho precio no ejerza presiones adicionales, se anticipa una disminución en la inflación a partir del primer trimestre del próximo año. Esto permitirá retornar al interior del rango meta hacia mediados del 2001 y converger a un 3% dentro del horizonte de política, en un escenario de moderado pero sostenido crecimiento de la demanda interna y de la actividad económica.

El Banco Central continuará usando la política monetaria con toda la flexibilidad que las circunstancias exijan, de modo de confrontar las desviaciones que, en cualquier dirección, se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

*Handwritten signature*



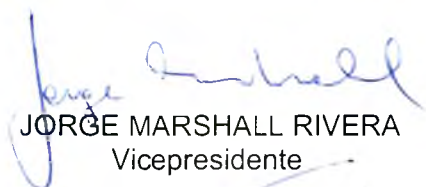
BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 12  
Política Monetaria  
12.12.2000

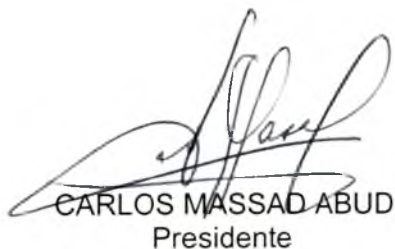
24

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

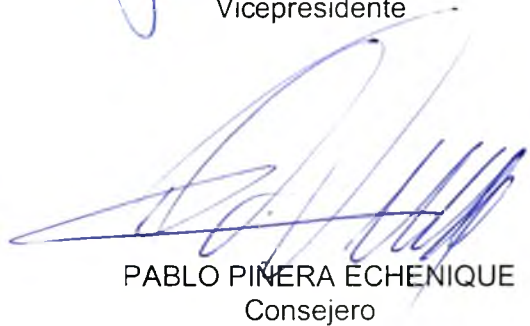
Se levanta la Sesión a las 17,25 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente



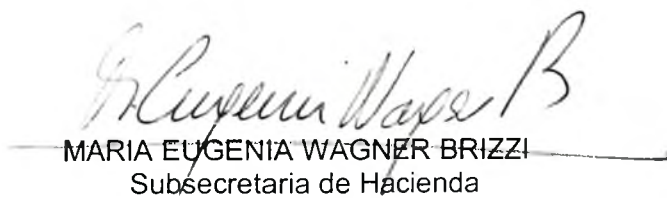
PABLO PINERA ECHENIQUE  
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI  
Subsecretaria de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

