



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



BANCO CENTRAL DE CHILE

- 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
[Handwritten signature]



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 sobre-reacción 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 sobreenfatiza 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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.

Handwritten signature



BANCO CENTRAL DE CHILE

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.

Justo



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 sobrerreacción, 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 sobrerreacción 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 eso es consistente internamente. Lo cierto, dice, es que acá hay varias cuestiones que están influyendo sobre esto, 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 esto 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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 éso 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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 – recordando 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 gasolineras, 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 redefinición 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.

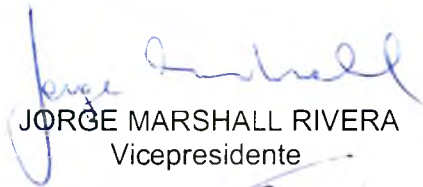
En la medida que dicho precio no ejerza presiones adicionales, se anticipa una disminución en la inflación a partir del primer trimestre del próximo año. Esto permitirá retornar al interior del rango meta hacia mediados del 2001 y converger a un 3% dentro del horizonte de política, en un escenario de 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.”



El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

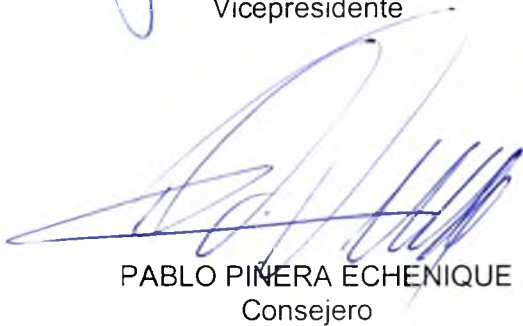
Se levanta la Sesión a las 17,25 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



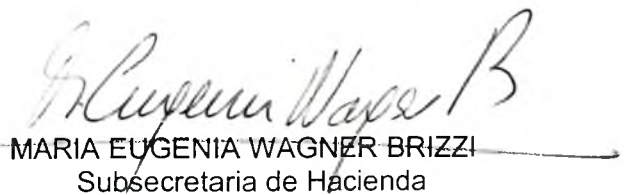
PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Subsecretaria de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

