



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

Asisten también los señores:

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

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

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

"Señor
Carlos Massad Abud
Presidente
Banco Central de Chile
Presente

Estimado Carlos:

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



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

Saluda atentamente,

NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda"

El Consejo toma conocimiento de lo anterior.

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

I. Evolución Reciente de la Inflación.

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

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

1. Escenario Internacional

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



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

2. Mercados Financieros en Chile

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

3. Demanda y Oferta

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



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

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

4. Inflación Externa

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

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

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

6. Expectativas de Inflación

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



III. Escenarios para la Inflación Futura

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

El Presidente ofrece la palabra.

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

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



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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

hp
fm



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

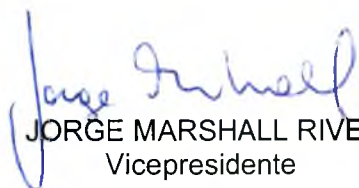
El Consejo estima que, en un escenario de crecimiento económico en torno a 6% anual para los próximos dos años, se ha ido consolidando un cuadro favorable para que la inflación se establezca alrededor del punto medio (3%) del rango meta (2 a 4%) en un plazo entre 12 y 24 meses.

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

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,15 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero