

## MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 5 celebrada el 9 de mayo de 2000

### ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

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

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual.
2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2000.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Se mantiene la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,5%.
5. MINUTA : Se inicia la sesión con la lectura por parte del señor Presidente de una carta recibida del señor Ministro de Hacienda en cuyo texto se indica que lamentablemente no podrá asistir a la reunión de Política Monetaria de mayo, estando de acuerdo con el diagnóstico que se hace en la minuta preparada para la sesión. Aprovecha la oportunidad para felicitar al Presidente, al resto del Consejo y al equipo técnico del Banco Central que participó en la elaboración del Informe de Política Monetaria de mayo, pues considera que constituirá un gran avance para la conducción de la política macroeconómica del país.

Posteriormente, la sesión continua con la exposición de la Gerencia de División Estudios referida a la reunión mensual de política monetaria, que en este caso corresponde al Informe de Política Monetaria del mes de mayo.

### **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 de productos

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 total alcanzó a 0,5%, mientras que la inflación subyacente (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. La inflación internacional mostraría un incremento moderado respecto de lo observado en los años previos, mientras que la inflación externa medida en dólares experimentaría un aumento. 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 de dólar la libra (BML).

En la actualidad el precio del cobre se sitúa por debajo de los 80 centavos de dólar la libra, y el precio de la celulosa se mantiene muy elevado, en torno a los US\$650 por tonelada métrica. 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 US\$23 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 año 2001.

Las condiciones de financiamiento internacional se mantienen estrechas y no se esperan mejoras significativas en los próximos trimestres. Ello se debe a que 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. Asimismo, los premios pagados por la deuda externa de las economías emergentes, probablemente, se mantendrán elevados como consecuencia de la mayor volatilidad de 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**

Desde comienzos de año a la fecha, las condiciones monetarias internas se han tornado menos expansivas, luego que el Banco Central incrementara en dos ocasiones la tasa de interés de política, la que en la actualidad se mantiene en 5,5% (UF). A su vez, las tasas de interés de largo plazo mostraron un leve aumento en abril, que compensó parcialmente la disminución que habían experimentado anteriormente. Se considera que esta situación es un reflejo de la situación financiera internacional y de la menor disponibilidad de financiamiento externo.

Entre enero y abril del presente año, el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios disminuyó respecto de lo observado el último trimestre de 1999. En el caso de los componentes más líquidos, circulante y M1A, la disminución estuvo fuertemente influenciada por los saldos inusualmente altos acumulados hacia fines de 1999 por el efecto del cambio de milenio. Además, entre febrero y abril se registró un aumento en la tasa de interés nominal de corto plazo, hecho que también afectó la demanda por estos saldos monetarios.

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%.

Esta trayectoria de depreciación acompañó a la reducción que experimentaron los diferenciales de tasas de interés 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. De acuerdo al escenario base de proyección, se considera una depreciación adicional del peso con relación al dólar, del orden de 2% a 3% nominal en los próximos veinticuatro meses. 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 más 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 crecimiento del PIB a través de los próximos dos años.

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 cuarto del 2000. La demanda interna también aumentó en el primer trimestre de este 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, no existiendo aún señales de 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 baja base de comparación.

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 la evolución de las tasas de interés 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, cifra que se compara con el 9% promedio registrado 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.

Sin embargo, en el corto plazo podrían presentarse algunos ajustes en los precios de los combustibles, considerando la evolución reciente del precio del petróleo.

Las expectativas inflacionarias del sector privado se han modificado a la baja, a la luz del comportamiento reciente de las tasas de interés nominales a un año.

### **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 medida a través del IPCX alcanzaría a 3,2% anual, 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 del IPC total disminuiría rápidamente hacia el 3% anual, mientras que la inflación IPCX se mantendría estable en torno al 3% anual durante el período.

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.

El balance de riesgos también es relevante para la evaluación de la política monetaria. En términos generales, 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.

Una vez terminada la exposición, los miembros del Consejo y demás asistentes a la reunión comentan el informe presentado por la Gerencia de División Estudios referido a las principales perspectivas macroeconómicas que se presentan para los siguientes 24 meses.

Uno de los asistentes a la reunión plantea su inquietud respecto al ritmo de la recuperación y cómo terminaría la brecha producto a fines de este año. Asimismo, consulta sobre proyecciones que manejan los analistas internacionales sobre flujos de capitales hacia economías emergentes.

La División Estudios indica que respecto de la velocidad de recuperación de la economía, se espera en los trimestres venideros una velocidad de expansión estable, en línea con las proyecciones, con tasas de crecimiento en doce meses en aumento durante el segundo trimestre, las que tenderían a estabilizarse en la segunda mitad del año. Hacia fines del 2000, 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.

En relación con los flujos de capitales, se señala que la proyección de la balanza de pagos considera un aumento respecto a lo que se recibió el año 1999, que está en línea con el déficit de cuenta corriente. Es decir, se espera en términos netos un flujo del orden de 2% del PIB este año y 3% del PIB el próximo año. La misma situación se daría para otros países de América Latina que van a estar aumentando su demanda interna y su inversión, lo que incrementa su demanda de capital externo.

En referencia con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional sobre la materia, se indica que dentro del panorama general que han presentado de la economía mundial, para este y para el próximo año, sería poco coherente esperar un gran incremento de los capitales hacia las economías emergentes. 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, se señala que continúan las tasas de interés sobre una trayectoria al alza, lo que también se refleja en una mayor volatilidad, y por ende una mayor fragilidad de las expectativas y de los mercados.

Sobre el escenario externo, uno de los asistentes a la reunión manifiesta que un escenario inicial de fuerte crecimiento con una gradual desaceleración posterior, no es incompatible con un mercado financiero mundial incierto por la existencia de volatilidades en los mercados financieros. Esto significa en la práctica, que los precios de los activos nacionales mantengan los niveles actuales, sin guardar relación con las perspectivas favorables de crecimiento de la economía para los próximos dos años.

Respecto de estas mayores volatilidades, se tiene el convencimiento que el Informe de Política Monetaria ayudará a minimizarlas, a través de ampliar el horizonte con el cual los agentes toman las decisiones, despejar incertidumbres, enfrentar los períodos de volatilidad (como los actuales) con una mayor perspectiva en el tiempo.

Frente a este entorno financiero internacional más incierto, se comenta el mayor grado de pesimismo existente en el mercado interno respecto de la velocidad de recuperación de la economía, la que no estaría de acuerdo con lo esperado.

Respecto de este punto, existe el convencimiento entre los participantes de la reunión que una tasa de crecimiento del orden de 6% como promedio para los años 2000 y 2001, tal como se proyecta en el Informe de Política Monetaria, junto con un buen pronóstico en materia inflacionaria, son un resultado excelente para una economía como la chilena.

Las tasas de crecimiento del pasado, que alcanzaron a niveles superiores a 10% en ciertos períodos de recuperación, obligaron posteriormente a nuevas medidas restrictivas. Actualmente, la economía chilena se encuentra en una senda de crecimiento sostenido, sin mayores riesgos inflacionarios, lo cual para el país es una situación muy favorable y consistente con su capacidad potencial.

Concretamente, se argumenta que la recuperación actual está fuertemente influenciada por lo que está sucediendo en los mercados externos. Así, se indica que lo que está ocurriendo en la economía norteamericana, hace que exista menor disponibilidad de fondos financieros a nivel mundial. Se señala que por simple aritmética, hay menor disposición de los inversionistas externos a prestarle fondos a Chile y a los países emergentes, luego de lo ocurrido con la crisis asiática. Adicionalmente, el costo del financiamiento que queda disponible, es bastante más alto que el observado previamente.

Se señala que para que se restablezca un proceso de inversión, de recuperación de los stocks de capital, por lo menos en términos de crecimiento, tiene que asentarse primero una situación de

recuperación de la economía per se, por lo menos en cuanto a gasto y a consumo, de modo que las empresas que se recuperan comiencen a hacer utilidades y esas utilidades puedan después ser reinvertidas.

Además, se indica que a diferencia de los episodios registrados durante la década pasada, donde solamente hubo desaceleraciones del producto, durante 1999 hubo una recesión, situación que hace que el efecto sobre las expectativas sea más permanente que el de una simple desaceleración de la actividad económica.

Concretamente, se señala que existe en algunos casos, una restricción en materia de crédito externo, elemento que en otras oportunidades era el catalizador que transformaba las recuperaciones en explosivas. Sin embargo, en la actualidad, la evidencia más concreta es que las empresas no están demandando crédito externo.

Por lo anterior, se manifiesta que el ritmo de recuperación que se está observando resulta de las condiciones macroeconómicas generales y es el que va a situar a la economía en un nivel de producto más cercano a su potencial.

Además, se señala que tanto los mercados financieros externos, como las condiciones de integración de Chile con estos mercados son ahora muy diferentes a los del pasado. La economía internacional se ha ido interconectando de manera mucho más estrecha de lo que lo hacía antes. La aparición de grandes mercados financieros y las nuevas tecnologías de información, han contribuido en esa misma dirección. Así, la economía chilena se ha tenido que ir adaptando a este mundo más globalizado, todo lo cual implica un desarrollo gradual, generando áreas donde una mayor flexibilidad de las políticas pueda contribuir a absorber mejor los impactos provenientes del exterior.

En este sentido, la flotación cambiaria, las regulaciones del sistema financiero en materia de calces de monedas, tasas de interés y plazos, la extensión de algunas regulaciones hacia otras empresas a través de acciones de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, han sido elementos fundamentales para facilitar la mayor flexibilidad en un contexto de regulación prudencial, elementos necesarios para afrontar un ambiente más volátil.

Por ello, se indica que el mensaje que debe ser transmitido es aquel donde se busque entregar los instrumentos y las políticas que permitan enfrentar ese mundo más volátil en forma eficiente. En este sentido, existe la opinión unánime entre los asistentes a la reunión que el Informe de Política Monetaria va a ser una excelente contribución, pues va a explicitar las proyecciones del Banco Central, los riesgos involucrados, la magnitud de esos riesgos y sus probabilidades, con lo que ayuda a orientar las expectativas de los agentes para enfrentar el futuro.

A continuación, se analizan 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 establezca en torno al punto medio del rango meta en un plazo entre los próximos doce y veinticuatro 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 veinticuatro 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.

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 interés 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 de interés es todavía considerada estimulativa (por debajo de una posición neutral respecto del ciclo) por parte del mercado, por lo que una rebaja difícilmente se entendería 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.

#### **Acuerdos**

En conformidad con lo expuesto anteriormente, el Consejo por la unanimidad de sus miembros acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,5%. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez quedan inalterados.