



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

Celebrada el 16 de marzo de 2000

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

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

Asisten también los señores:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

2. Mercados Financieros en Chile

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



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

3. Precios Importados

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

4. Demanda y Oferta

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



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

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

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

6. Expectativas de Inflación

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

III. Perspectivas para la Inflación Futura

1. Escenarios de Proyección

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

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



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

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

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

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

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

2. Conclusión

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



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

Hasta aquí el informe del señor Herrera.

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

El Consejo procede a votar:

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



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

Consejero señor Piñera: Se suma a la mayoría.

Vicepresidente señor Marshall: Se suma a la mayoría.

Como consecuencia de lo anterior se adopta el siguiente acuerdo:

03-01-000316 – Tasa de Instancia Monetaria.

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 3
Política Monetaria
16.03.2000

21.-

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

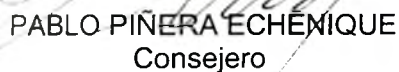
Se levanta la Sesión a las 18,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



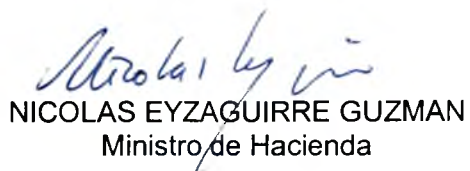
PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero



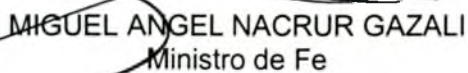
MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe