



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

Asisten también los señores:

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

44
349



BANCO CENTRAL DE CHILE

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



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

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

h
g



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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

h
g



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

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

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

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

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

hp
Gy



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

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

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



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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

4
29



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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



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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

W
fug



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 8
Política Monetaria
10.08.2000 18.

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

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

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

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

Los demás asistentes son los señores:

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

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

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

60
4



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

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



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

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

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

Continúa el señor Herrera con su informe.

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

HP
fz



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

24



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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



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

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

08-01-000810 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en su actual nivel, esto es, UF más 5,5%.

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 8
Política Monetaria
10.08.2000

27.

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

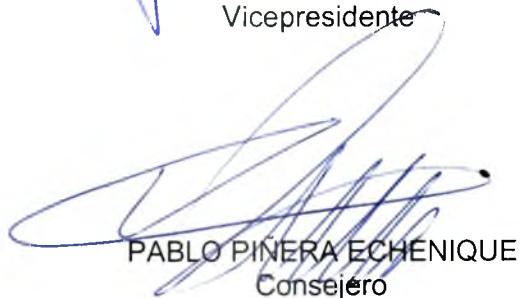
Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



PABLO PINERA ECHENIQUE
Consejero



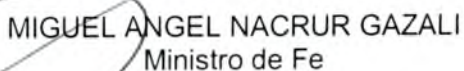
MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe