

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 8

celebrada el 10 de agosto de 2000

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud

Jorge Marshall Rivera

María Elena Ovalle Molina

Pablo Piñera Echenique

Jorge Desormeaux Jiménez

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);

Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);

Guillermo Le Fort Varela (Gerente de División Internacional);

Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);

Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de Programación Macroeconómica);

Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);

Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de Análisis Internacional):

Pablo García Silva (Economista Senior de la Gerencia de Programación Macroeconómica);

Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);

Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Sr. Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual.
2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2000.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Se mantiene la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,5%.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios sobre la base del informe mensual de política monetaria correspondiente al mes de agosto:

I. Evolución reciente de la Inflación y factores relevantes para su evolución futura

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 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.

1. Escenario Internacional

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. 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 del 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 anticipan 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 limitaría 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 los Estados Unidos de América (EE.UU.) y el resto de las economías desarrolladas.

El precio internacional del petróleo mostró un aumento significativo entre mayo y junio, situándose sobre los US\$30 por barril, por encima de las proyecciones señaladas en el Informe de Política Monetaria de mayo último. Sin embargo, desde principios de julio este precio disminuyó significativamente hasta los US\$27 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 US\$25 y US\$23 el barril respectivamente, acorde con las proyecciones de mercado. Esta trayectoria está por encima de la 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.

2. Mercados Financieros en Chile

En Chile, las condiciones monetarias también se han tornado más expansivas desde mayo último. 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 interna. 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 interés de política, mientras que las de largo plazo alcanzaron niveles de 6,2% (UF), en el caso de los pagarés a 8 años del Banco Central, cerca de 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 interés de política monetaria permanece fija en su nivel actual hasta el final del horizonte de proyección (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% en relación con el dólar y al conjunto de monedas principales que se incluyen en el tipo de cambio multilateral (TCM5). La depreciación del peso respondió a la moderación de las expectativas sobre aumentos de la tasa de interés 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.

El escenario base contenido en este informe supone que el tipo de cambio nominal evoluciona en 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.

3. Demanda y Oferta

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 crecimiento de 3,3% al 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 bienes 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.

En un escenario base coherente con el comportamiento observado de la economía chilena durante los años '90, 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 y 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 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 del sector construcción.

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.

II. Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

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, por la 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

generales, se estima que los riesgos para la proyección de la inflación están inclinados negativamente, reconociendo que existe un margen de variabilidad. 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 a 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 todavía 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 aún 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 el escenario base en torno a 6,5% anual en los próximos dos años.

A continuación los asistentes a la reunión analizan las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

Respecto de los motivos que explican porqué la tasa de crecimiento de la actividad económica se debilita en el corto plazo, y se mantiene afianzada en el largo plazo, se señala que tienen mucho que ver en cómo han ido evolucionando las condiciones de la economía y el entorno externo. En la actualidad existen tasas de interés más bajas y un tipo de cambio más depreciado, elementos que hacen anticipar una recuperación de la demanda en un plazo menor y con más fuerza de lo que sería si es que estas condiciones monetarias fueran más restrictivas.

Por una parte, se señala, que las condiciones monetarias actuales son más expansivas, en respuesta a la lentitud de la recuperación del gasto y a una demanda externa que es dinámica todo el tiempo, elementos que permiten sostener un crecimiento para el año 2000 algo menor a 6%, aunque cercano de lo que se proyectó inicialmente. En efecto, una revisión de las proyecciones en una perspectiva más larga de tiempo, señala que en septiembre de 1999, cuando se presentó el Informe al Senado, la tasa de crecimiento esperada para el presente año era alrededor de 5%. Luego se revisó al alza a 5,9% en marzo, ajustándose en la actualidad hacia abajo a 5,7%. Es decir, la nueva actualización representa todavía una revisión hacia arriba respecto de las primeras proyecciones presentadas para el año 2000.

Uno de los asistentes a la reunión indica que en el Informe de Política Monetaria de mayo, se proyectó 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. Sin embargo, la persistencia de cifras de desempleo elevadas, que han generado un empeoramiento en los indicadores de confianza, ha redundado en la práctica en una demanda agregada menos dinámica. La demanda externa, en tanto, ha tenido una evolución favorable, la que probablemente continuará siendo similar en adelante, por lo que no va a ser un factor de cambio en las condiciones de la actividad.

En términos comparativos, se señala que la primera recesión en 17 años, fue justamente la de 1999 y no la de comienzos de los '90, pues en ésta el producto no cayó, sino que sólo se desaceleró. Así, dadas las características que tuvo la pasada recesión, es posible esperar que, al compararla con los

períodos de recuperación observados durante la década de los '90, se hayan generado mayores brechas de capacidad en la actualidad.

En relación con los principales supuestos que se presentaron en el escenario base, otro participante de la reunión comenta ciertos aspectos. En primer lugar, señala que la proyección de inflación externa en dólares es un factor de posible riesgo inflacionario, en el sentido que considera una depreciación del dólar, básicamente frente a otras monedas duras, que eventualmente podría traspasarse a precios domésticos.

En segundo lugar, existe el temor de seguir equivocándose, tal como ha ocurrido con los analistas internacionales y los de dentro y fuera del Banco Central, en el sentido de ser más optimistas respecto de la trayectoria futura del precio del petróleo. De ser así, esta corrección implicaría una situación un poco más pesimista en términos de inflación.

Otro elemento que se llama a considerar, tiene relación con una eventual sobreestimación del crecimiento del PIB potencial. En efecto, se argumenta que, 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 pues significaría una mayor expansión de la oferta agregada. Si es que el valor del PIB potencial se ajustara hacia abajo, ciertamente eso implicaría mayor presión inflacionaria que la consignada en el informe.

En cuanto a resultados, otro elemento que llama la atención ha sido la evolución del IPC resto, el que ha denotado una fuerte caída entre 1999 y 2000, lo cual refleja muy poco traspaso de la devaluación del tipo de cambio 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. De acuerdo a esto, la inquietud se manifiesta en el sentido a que si efectivamente no se estarían subestimando las presiones de segunda vuelta para el segundo semestre de este año y para el 2001, relacionadas tanto con el alza del dólar como con las presiones que ejerce el precio del petróleo sobre otros precios de la economía a través de reajustes e indirectamente a través de los salarios.

Se indica que existe evidencia de lo anteriormente señalado, a través de la cifra de la inflación subyacente de los bienes no transables, la cual aparece como bastante elevada a la fecha y podría estar evidenciando algún tipo de estos efectos de segunda vuelta, más allá del precio de los combustibles y de la locomoción colectiva, los que no están siendo considerados en las proyecciones.

Otra variable que se considera que también podría implicar un sesgo hacia subestimar el eventual impacto inflacionario sobre el IPC, ha sido la evolución del IPM. Se argumenta que existe evidencia para pensar que el coeficiente de traspaso entre IPM e IPC es distinto de cero, lo cual pone otra luz de alerta respecto de la evolución de la inflación futura.

Otro de los participantes también manifiesta que su diagnóstico sería menos optimista de lo que se presentó en la exposición, en el caso que se ponderara con mayor fuerza la información más reciente. Considera que la explicación de la lentitud de la reactivación podría estar relacionada con lo que está sucediendo con ciertas variables fundamentales tales como el empleo, la demanda externa, los flujos de capitales, etc., por lo que el equilibrio de la economía se estaría moviendo en una dirección donde habría que ver si el impulso monetario efectivamente está siendo el adecuado.

Respecto de la ponderación que se le da a los datos más recientes, se manifiesta que se hizo una aproximación de tipo estadística, comparándose la última recesión de la economía chilena con las anteriores, encontrándose evidencia mixta, por lo que sobre esta base no se pueden sacar conclusiones definitivas. Se indica que efectivamente los primeros dos trimestres de 2000 se ven como períodos más lentos respecto de los anteriores, sin embargo no existe aún evidencia lo suficientemente robusta como para tomar una decisión clara que signifique modificar las proyecciones o ponerse en una perspectiva más pesimista. Esto significaría tomar y dar una ponderación especial (mayor) a los datos más recientes.

En relación con las proyecciones, se destaca que en mayo los analistas de mercado tenían en general una visión más optimista respecto de la marcha futura de la economía, ya sea en términos de lo que se pensaba iba a ser el ajuste; la evolución y el nivel que tenían en ese entonces las tasas de interés de largo plazo; la estimación de lo que era la tasa de interés de equilibrio en la economía; y la estimación de lo que iba a ser la evolución de crecimiento del PIB. Todos esos eran factores sobre los cuales el mercado era bastante más optimista en mayo, percepción que se revirtió en la actualidad.

En efecto, el mercado ha tenido una corrección a la baja para el crecimiento del presente año, pasando desde una proyección de entre 6% a 6,5% en mayo, a una cifra entre 5,5% y 6% en la actualidad. 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, por el más favorable entorno externo que se está reflejando en mejores proyecciones para la economía chilena.

Adicionalmente, se argumenta que los desarrollos observados en la economía chilena también se están verificando 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 que sus exportaciones tienen comportamientos bastante dinámicos, al igual que la economía chilena.

Otro de los concurrentes a la reunión acota que se fue muy optimista a comienzos de este año en relación con la evolución de la demanda interna para el 2000, debido a que hubo cambios en la orientación de los flujos de capitales, los que prácticamente han sido nulos en América Latina y en el caso de algunos países, han sido incluso negativos. Este elemento, señala, es importante al explicar porqué la demanda interna crece en forma menos dinámica a lo previsto.

En este mismo sentido, se manifiesta que un reciente informe del Fondo Monetario Internacional sobre flujos de capitales a economías emergentes, se muestra que en el segundo trimestre de 2000 la caída de los flujos de capitales en las economías emergentes fue de 45%, respecto del primer trimestre. Se acota que, al observarse el primer semestre de este año con respecto al año anterior, para el hemisferio occidental hay un aumento de sólo 4% de los flujos de capitales, con una tendencia decreciente.

La trayectoria de los flujos de capitales se explica por la volatilidad de los mercados financieros de los países industrializados; las expectativas de aumento de tasas de interés; y el empeoramiento del riesgo de crédito de los agentes. Esto hace que las exposiciones riesgosas que tienen los inversionistas principalmente en mercados emergentes, sean cerradas prefiriéndose posiciones más líquidas.

Complementariamente, se manifiesta que la pregunta central para las consecuencias sobre la demanda interna es si esta situación de estrechez de liquidez externa es transitoria o permanente. Se indica que necesariamente esos capitales, una vez que se aclare la situación de EE.UU., van a tener que buscar otro lugar donde invertir, aunque ciertamente estos flujos no van a ser en los volúmenes observados en los años '90.

A continuación, otro participante indica que el conjunto de información con que se cuenta apunta a dos riesgos de relativa importancia. 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 2000 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, hacen pensar que pueden amenazar hacia abajo las perspectivas de crecimiento en el futuro.

Por otro lado, señala que hay una gran incógnita en el traspaso del efecto tipo de cambio hacia los precios internos, pues ha habido un ajuste fuerte al alza del tipo de cambio en los últimos meses que se ha tendido a mantener. Hasta ahora, señala, no se ve la materialización de esos riesgos, pues no se observa ningún traspaso hacia la inflación interna de lo que ha ocurrido en el tipo de cambio, ni tampoco en los índices más detallados ni en los más globales, salvo en el IPM, de modo que no existiría en la actualidad argumentación para pensar que ese temor es inmediato. Sin embargo, se considera que es un riesgo que se debería reconocer.

Uno de los asistentes a la reunión estima que es importante aclarar que los datos más recientes que se están observando, especialmente algunos componentes de la demanda interna, indican un crecimiento más lento, sin embargo 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.

Considera que si se confirmara que los datos recientes tienen una evidencia que sea más concluyente respecto de las proyecciones de mediano plazo, hecho que hasta el momento no ha ocurrido, la política monetaria debiera tener la flexibilidad para responder de acuerdo a los requerimientos de las circunstancias. Considera que las condiciones monetarias actuales son las adecuadas, pero con una clara advertencia que de mantenerse la información que se ha estado recibiendo, o de confirmarse la información de alguno de los componentes de la demanda interna con un crecimiento más lento o el empeoramiento de las cifras de empleo, 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 con la flexibilidad y simetría que la ha caracterizado para enfrentar cualquier asentamiento de tendencia no deseable que se pudiera percibir en las próximas semanas o meses.

A continuación, se presentan las principales recomendaciones y opciones de política monetaria:

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 interés 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. 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 todavía para cambiar la proyección central respecto de la velocidad de recuperación de la economía, pero pudiera serlo más adelante.

Acuerdos

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