

## Análisis de la Coyuntura y Proyecciones Económicas de Mediano Plazo

Exposición de Carlos Massad Presidente del Banco Central de Chile, en Sociedad Nacional de Minería. 21 de junio de 2000

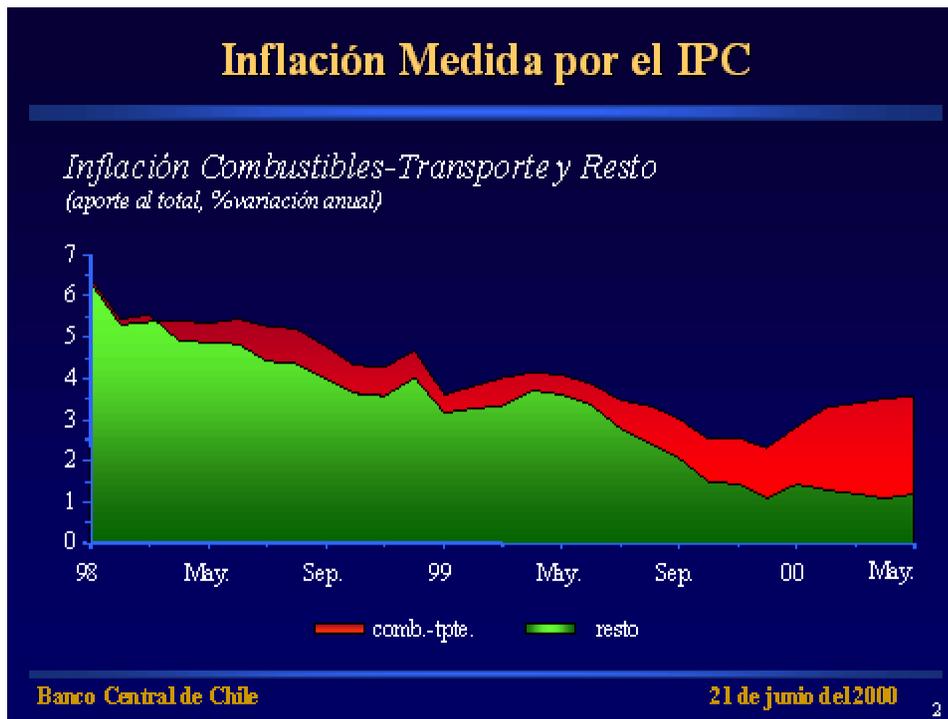
### Introducción

Quiero agradecer la oportunidad que me da la Sociedad Nacional de Minería para compartir con ustedes la visión de la coyuntura económica que tiene en la actualidad el Banco Central, tomando como punto de partida el recientemente publicado Informe de Política Monetaria de mayo.

Comentaré proyecciones de inflación y crecimiento económico, pero dentro de un marco de análisis orientado a profundizar sobre algunos aspectos, tales como i) el supuesto de tasa de interés de política monetaria constante durante el horizonte de proyección; ii) la trayectoria futura supuesta para el tipo de cambio y iii) las diferentes medidas de inflación.

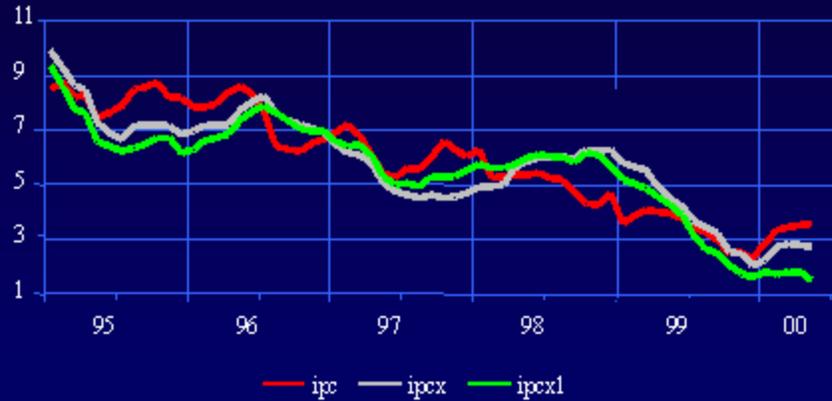
### I. Escenario Base de Proyección

Desde fines de 1999 a la fecha, la economía chilena ha continuado sobre una trayectoria de crecimiento y baja inflación. En efecto, las cifras a mayo del Instituto Nacional de Estadísticas señalan que la inflación subyacente medida por el IPCX se mantiene por octavo mes consecutivo bajo 3% anual, en tanto que la inflación medida por el IPC total se sitúa en 3,6%. El hecho de que esta última se encuentre por sobre la primera se debe fundamentalmente al aumento experimentado por los precios vinculados al petróleo, la energía y el transporte durante el presente año. A pesar de ello, no existe evidencia de una aceleración en el resto de los precios a nivel del consumidor.



## Inflación Subyacente

*Inflación IPC, IPCX e IPCXI*  
(%variación anual)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

3

A su vez, los precios al por mayor (IPM) presentaron un descenso importante durante los cuatro primeros meses del año 2000, situación que se revirtió durante mayo, mes en el cual el IPM alcanzó una variación anual de 11,7%. Este incremento del IPM respondió en gran parte al comportamiento del componente importado, y en particular al aumento de precio de los productos mineros (asociados al petróleo) y de los industriales (asociados al tipo de cambio). No obstante, existe evidencia que para el caso de la economía chilena el nexo empírico entre el IPC y el IPM es bastante débil.

Los salarios nominales mostraron una tendencia de ascenso durante el primer trimestre del año, que se moderó levemente durante abril.

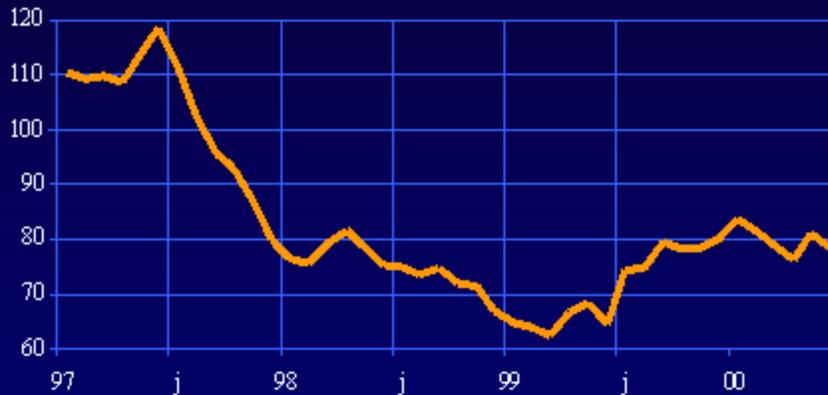
En síntesis, excluido el efecto petróleo, no hay señales de cambios en la tendencia de la inflación, la que permanece controlada y por debajo de 3,0% anual.

En el plano externo, las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo favorables. La expectativa de un aterrizaje suave de la economía norteamericana parece actualmente más probable que la posibilidad de una desaceleración violenta de la actividad de ese país.

El dinamismo de la actividad económica en Europa ha aumentado, y existe una sana velocidad de recuperación de las economías emergentes de Asia y América Latina, aunque esta última región moderó su ritmo de recuperación durante el primer trimestre de este año. Con todo, se espera que el crecimiento de la economía mundial se sitúe levemente por encima de 4% anual durante los años 2000 y 2001.

## Precio del Cobre

*Precio del Cobre*  
(ctvos. de dólar por libra, BML)



Banco Central de Chile

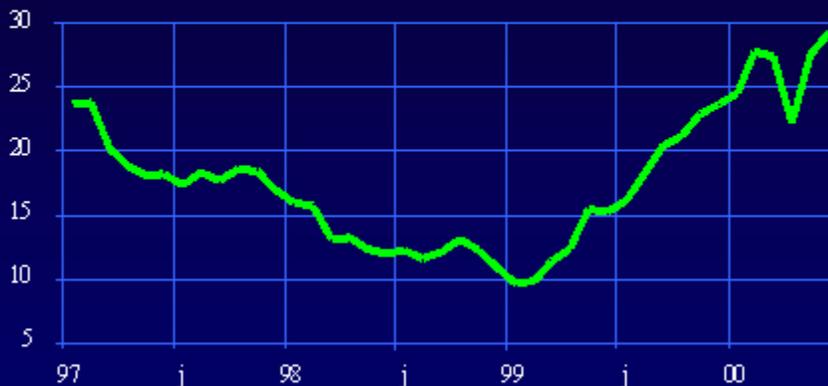
21 de junio del 2000

4

El precio del cobre continúa fluctuando alrededor de los 80 centavos de dólar la libra, y se proyecta un precio promedio entre los 80 y 85 centavos de dólar la libra para este año y el próximo. El precio de la celulosa se mantiene elevado, en torno a los US\$670 por tonelada métrica, y en general se contempla que los términos de intercambio relevantes para la economía chilena mejorarán cerca de 5% durante los próximos dos años.

## Precio del Petróleo

*Precio del Petróleo*  
(US\$ por barril Brent)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

5

Luego de que durante el mes de abril el precio del petróleo se situara en torno a los US\$23 por barril (Brent), en línea con lo previsto en el escenario base del Informe, aumentó en forma sostenida durante los meses de mayo y junio, situándose en niveles entre US\$28 y US\$30 por barril. Ante esta situación, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), reunida hoy en Viena, ha venido anunciando durante las últimas semanas aumentos de producción, en concordancia con su objetivo de mantener el precio del petróleo dentro de una banda entre US\$22 y US\$28 por barril.

Los precios de los mercados futuros durante esta semana arrojan una trayectoria a la baja para el precio del crudo en lo que resta de este año, reflejo de una expectativa de un aumento importante de la producción en los meses venideros.

Durante las últimas semanas, se ha mantenido la volatilidad de los mercados financieros internacionales al compás de los antecedentes relativos a la economía de EE.UU.. Tal como se esperaba, la Reserva Federal elevó su tasa de interés objetivo en 50 puntos base en mayo último, para dejarla en 6,5%. Los antecedentes más recientes de la economía norteamericana muestran señales de una desaceleración gradual de la actividad. El consenso de mercado espera un alza de 50 base adicionales en lo que resta del año.

Se prevé que la inflación internacional muestre un incremento moderado respecto de lo observado en 1998 y 1999. A su vez, la inflación externa medida en dólares experimentará un aumento mayor como consecuencia de la depreciación esperada del dólar en los mercados internacionales, conforme el crecimiento mundial se vaya tornando más equilibrado entre Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas.



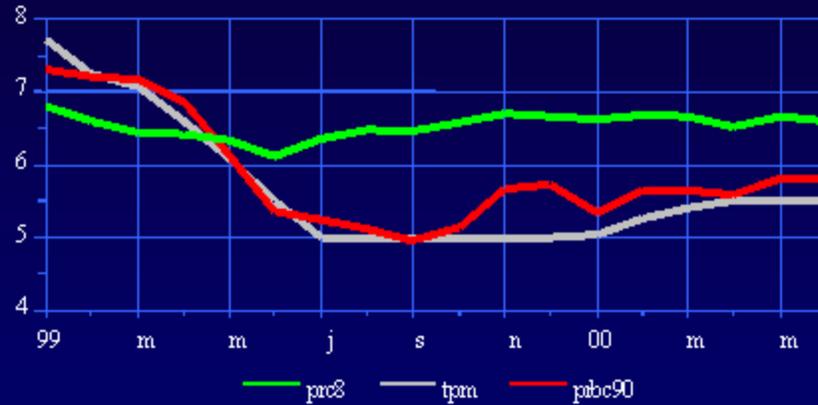
Se proyecta que las condiciones de financiamiento internacional continúen estrechas y no se esperan mejoras significativas en lo que resta del año. Ello se explicaría por la alta probabilidad que existe de que las tasas de interés internacionales se incrementen nuevamente durante el año, y por la mayor volatilidad financiera internacional observada durante los últimos meses, la que mantendría relativamente elevados los premios de financiamiento pagados por la deuda externa de las economías emergentes. En todo caso, desde la publicación del Informe de Política Monetaria, el premio soberano de Chile ha fluctuado desde los 235 puntos base hacia fines de mayo, a valores bajo los 200 puntos en la actualidad, cifra coherente con el escenario base allí descrito.

En síntesis, las principales novedades del frente externo vienen dadas por la mantención de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, una perspectiva algo más tranquilizadora respecto del proceso de ajuste de la economía norteamericana, y por un panorama un poco más negativo que el que se esperaba respecto de la evolución del precio internacional del petróleo.

En el plano interno, durante el año 2000, se ha observado que las condiciones monetarias se han tornado algo menos expansivas. En efecto, la tasa de interés de política monetaria se elevó en dos ocasiones durante el primer trimestre del año con el fin de evitar que presiones transitorias de costos, como las vinculadas al precio del petróleo, se arraigaran en la tendencia inflacionaria y en las expectativas de los agentes económicos.

## Tasas de Interés en Chile

Tasa de Política Monetaria, PRBC-90 y PRC-8 (%)



Banco Central de Chile

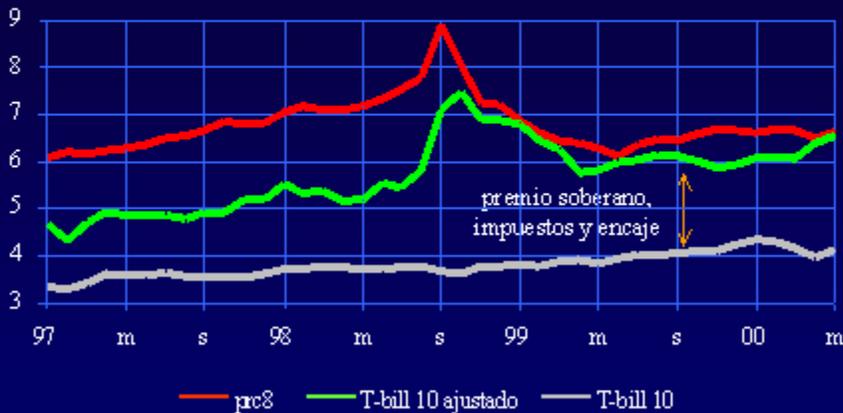
21 de junio del 2000

7

Durante la última reunión de política monetaria efectuada el pasado 8 de junio, la tasa de interés de política monetaria se mantuvo en UF más 5,5%. Sin embargo, entre abril y lo que llevamos de junio, el PRBC90 se elevó en cerca de veinte puntos base en promedio, mientras que la tasa del PRC8 se incrementó algo menos de diez puntos base, siguiendo sólo muy parcialmente los acontecimientos externos.

## Diferencial de Tasas Interna y Externa

Tasa de Interés Interna y Externa Real de Largo Plazo (%)



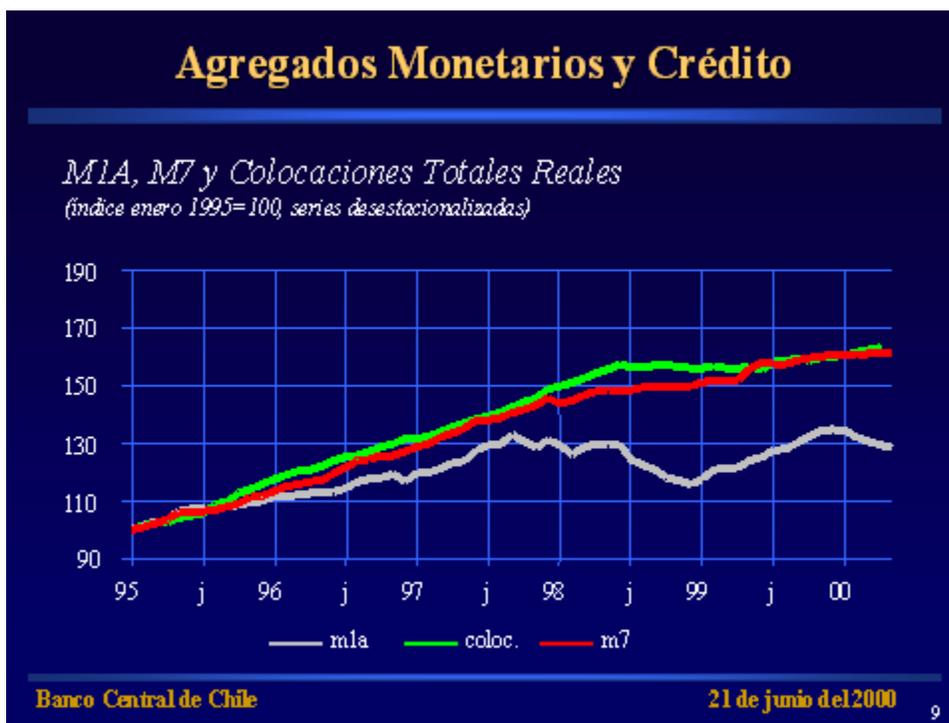
Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

8

La evolución actual de las tasas de interés de mercado tiene su origen en dos hechos fundamentales. Para el caso de las de corto plazo, indicaría una expectativa de nuevos aumentos en la tasa de interés de política, mientras que en el caso de las de largo plazo, influye el impacto del aumento de las tasas de interés en el exterior. El mayor nivel de las tasas de interés externas de largo plazo no contribuye a agregar dinamismo a la recuperación de la inversión privada.

Luego que el Banco Central y el Ministerio de Hacienda hicieran posible la emisión de bonos en UF en el exterior, a fines del pasado mes de mayo, el Banco Mundial realizó la primera emisión internacional de bonos en moneda chilena indizados (UF), con una madurez de cinco años y a una tasa de interés de UF más 6,6%, algo por debajo de la de documentos similares del Banco Central. Esta emisión, por haber sido realizada a través de este prestigioso organismo internacional, se caracteriza por tener un bajo nivel de riesgo en el plano internacional. Por esta razón, se constituye en una fuente atractiva para los inversionistas extranjeros al permitirles y tomar riesgos en moneda chilena y lograr así una mayor diversificación de sus carteras, lo que representa un paso importante hacia la integración financiera de nuestro país con el resto del mundo. El exitoso resultado de esta colocación de deuda externa, es una clara representación de la confianza existente en la economía chilena en los mercados financieros mundiales. Desde el punto de vista de Chile, la emisión internacional de bonos en UF, por parte de empresas chilenas, constituye una manera de reducir el riesgo cambiario.

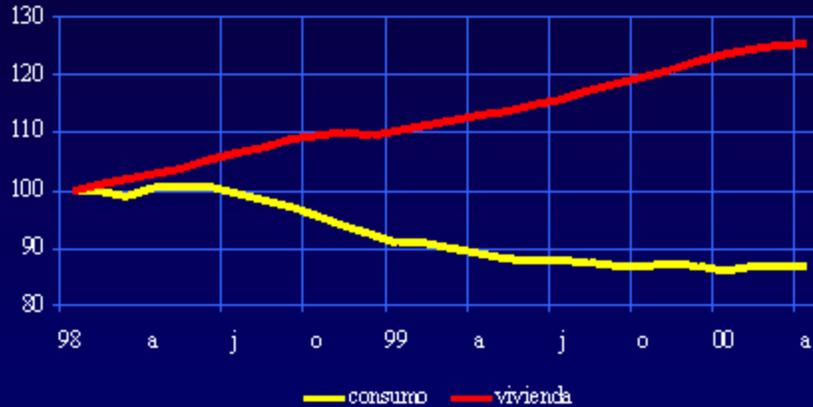


Los agregados monetarios más líquidos (circulante y M1A), continuaron mostrando durante el mes de mayo una desaceleración en su ritmo de crecimiento anual, trayectoria que ya se venía observando en los cuatro meses anteriores. Este comportamiento ha sido similar al que presentaron la mayoría de los indicadores de ventas y producción industrial en igual período, una vez descontados los efectos asociados a factores estacionales. Por otro lado, los agregados monetarios más amplios (M2 y M7) mantuvieron la señal de recuperación que se observaba en abril. Similar comportamiento mostraron las colocaciones efectivas totales.

## Crédito al Sector Privado

### Colocaciones de Consumo y Vivienda

(índice enero 1998=100, series desestacionalizadas)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

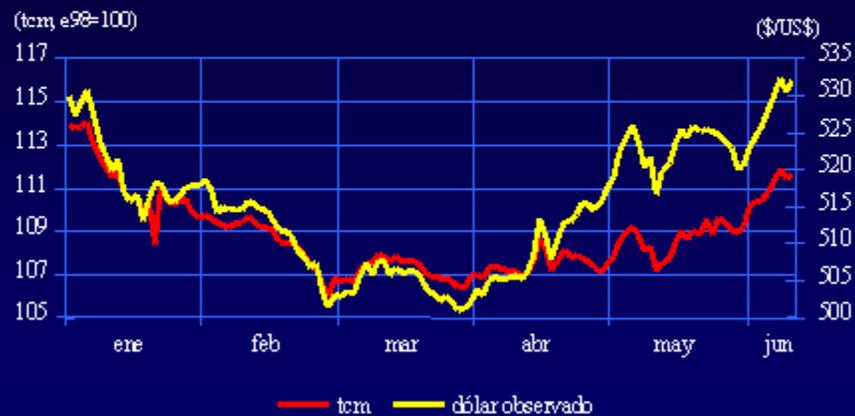
10

Del análisis de la información a abril de los componentes del crédito al sector privado, se observa una evolución más lenta en el crédito a empresas, situación que es coherente con la ausencia de un repunte visible en la inversión fija. El crédito a personas, en tanto, muestra un estancamiento en los créditos de consumo y una leve recuperación en los de vivienda, lo que es consistente con la gradual recuperación de la demanda interna.

## Tipo de Cambio Nominal

### Dólar Observado y Tipo de Cambio Multilateral (TCM)

(valores diarios, enero-junio 2000)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

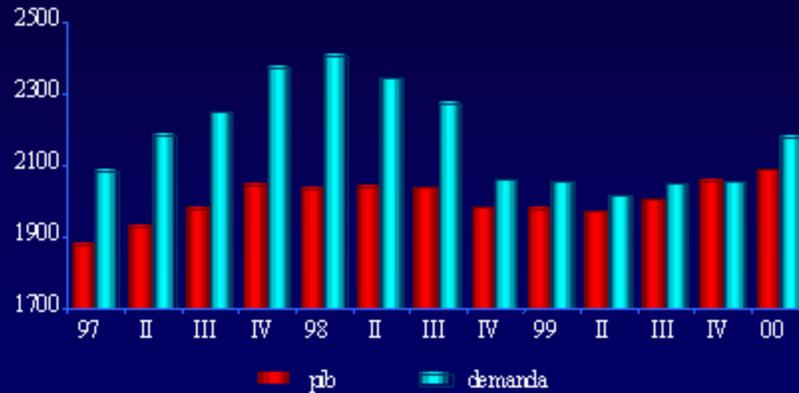
11

En relación con el tipo de cambio, desde el cierre del Informe de mayo, el peso se ha depreciado cerca de 3% en relación con el dólar de EE.UU. y 3,7% respecto de una canasta más amplia de monedas de países desarrollados, principalmente debido al mejor posicionamiento del euro en los mercados internacionales. Se mantiene la trayectoria de depreciación considerada en el escenario base del Informe; no obstante, la persistencia de volatilidades en los mercados financieros internacionales, hace que los riesgos relativos al tipo de cambio estén actualmente más inclinados en el sentido de un debilitamiento del peso que en la dirección contraria.

## PIB y Demanda Interna

### PIB y Demanda Interna

(en miles de millones de pesos de 1986, series desestacionalizadas)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

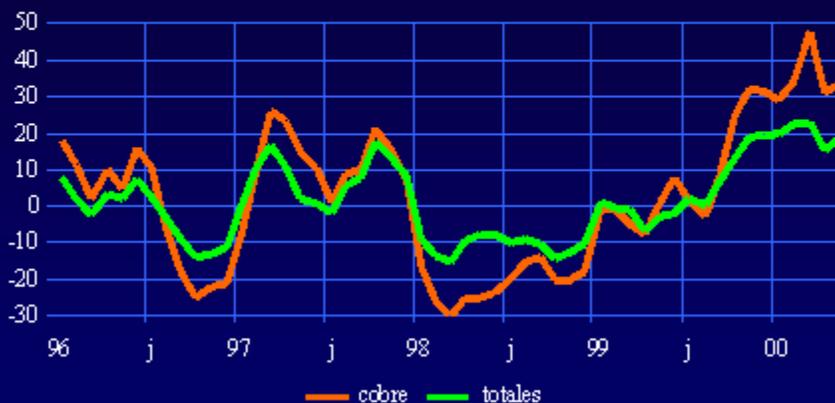
12

En relación con la actividad económica, el diagnóstico inicial de recuperación gradual aún persiste: el Producto Interno Bruto aumentó en torno a 5,5% anual en el primer trimestre del 2000 y el gasto agregado a una tasa similar. Este incremento se sustentó en una recuperación de los componentes de consumo y acumulación de inventarios de la demanda, mientras que la formación bruta de capital mostró una caída de alrededor 4%. El Imacec de abril anotó una expansión anual de 6,4%, acorde con la proyección esperada para el año en su conjunto.

## Exportaciones

### Exportaciones Totales y de Cobre

(%variación anual, promedio móvil trimestral)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

13

Las exportaciones mostraron un elevado crecimiento durante los primeros meses de este año, que ha continuado durante abril y mayo, con una expansión anual en este último mes de 36% en términos de valor. Durante mayo destaca la evolución registrada por las ventas al exterior de los sectores industriales (46% en doce meses) y minero (36% anual), dentro del cual las exportaciones de cobre anotaron un comportamiento relevante, con un crecimiento anual de 43%.

## Importaciones No Petróleo

### Importaciones No Petróleo

(millones de dólares, promedio móvil trimestral, serie desestacionalizada)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

14

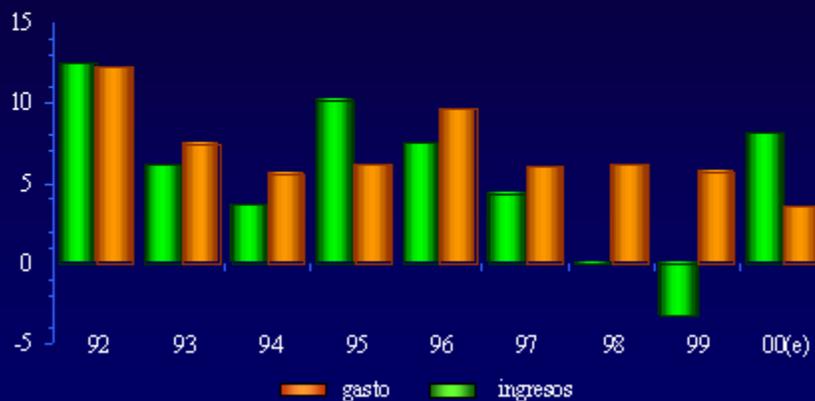
Por su parte, las importaciones diferentes de petróleo siguen en una trayectoria de aumento, con tasas de crecimiento anual durante mayo de 27%. En este ámbito destaca que, en el margen, el crecimiento de las importaciones no-petróleo también abarca a las importaciones de bienes de capital.

La evolución reciente del mercado laboral también refleja la pausada recuperación de la demanda agregada. En efecto, después de caer en forma sostenida desde fines del tercer trimestre de 1999, en el trimestre móvil febrero-abril de este año, la tasa de desocupación total aumentó de 8,2% a 8,5%, lo que en parte se explica por el menor dinamismo en la creación de empleo en la industria y la construcción.

## Política Fiscal

### Ingresos Corrientes y Gasto Público

(%variación anual)



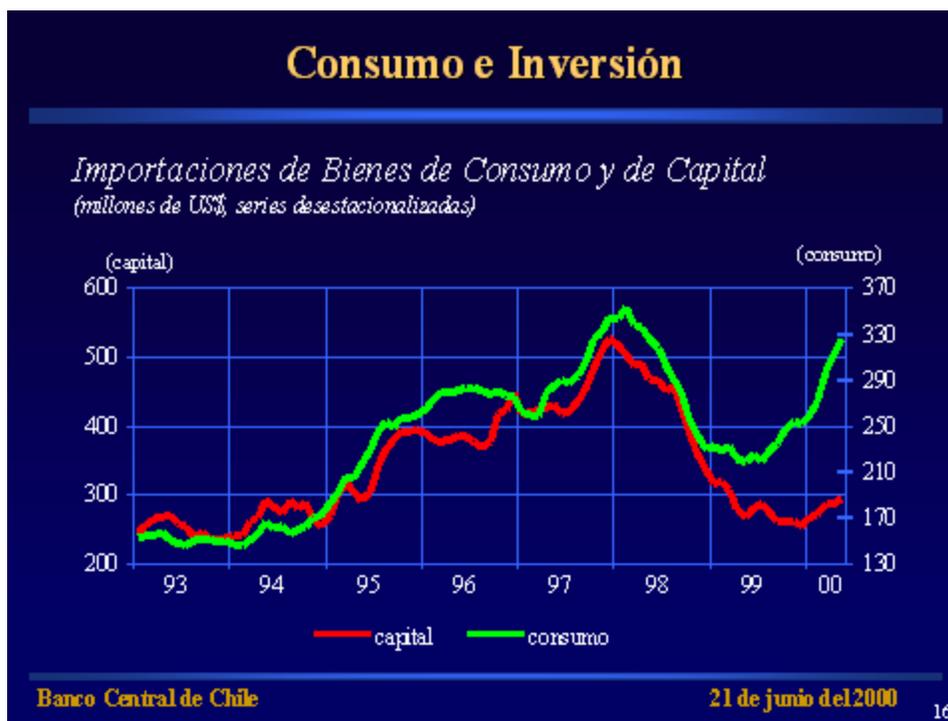
Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

15

Por su parte, se espera que la política fiscal mantenga una orientación más austera a partir de este año, luego de haber registrado una orientación expansiva entre los años 1996 y 1999. Esta evolución es coherente con la Ley de

Presupuesto aprobada para el año 2000, 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. La información fiscal del primer trimestre de este año es coherente con el escenario base contemplado en las proyecciones del Informe de mayo.



En síntesis, podemos concluir que hasta ahora la recuperación de la demanda interna ha estado radicada en el consumo privado y la reposición de inventarios. Sin embargo, las perspectivas de recuperación de la inversión son aún débiles, al menos en lo que resta del presente año, tomando en consideración los excedentes de capacidad instalada y la contracción prevista para la inversión pública.

En materia de precios y en una perspectiva de mediano plazo, no se anticipan cambios significativos en el precio de los combustibles, no obstante que podrían haber variaciones, dada la evolución reciente del tipo de cambio y del precio de la gasolina y el petróleo diesel en los mercados internacionales. En todo caso, cambios en estos precios afectarían principalmente la evolución de corto plazo de la inflación, y no su tendencia representada por la inflación subyacente, aunque esto dependerá de la persistencia que muestre el precio que actualmente prevalece en los mercados internacionales.

Las expectativas inflacionarias del sector privado de acuerdo a los resultados de las encuestas realizadas por el Banco Central, se han movido marginalmente al alza a partir de abril, situándose en junio la inflación esperada para diciembre del 2000 en 4,2%. No obstante esta mayor expectativa de inflación para el año en curso, cabe destacar que hacia el 2001 se mantiene estable en 3,5%.

## II. Balance de Riesgos

En términos generales, se estima que el balance de riesgos respecto de la proyección central para el crecimiento económico se encuentra actualmente más balanceado que en el Informe de mayo, fundamentalmente debido a la mayor probabilidad que existe de que la economía norteamericana logre un aterrizaje suave.

Sin embargo, los riesgos asociados al escenario base de la inflación IPC total y subyacente han cambiado. En primer lugar, el comportamiento reciente del precio del petróleo en los mercados internacionales incorpora un elemento adicional que mueve al alza los riesgos de la inflación, especialmente en el corto plazo y en particular la inflación medida por el IPC total. Si bien estos efectos son transitorios, desde la perspectiva de la política monetaria es importante cautelar que no gatillen efectos en cadena en otros precios y en las expectativas inflacionarias.

Hasta ahora los aumentos de precios de combustibles de principios de año han tenido un impacto sólo menor sobre el resto de los precios de la economía, pero la acumulación de aumentos podría modificar este escenario.

Por tal motivo, este es un factor de cuidado que debe continuar bajo observación, porque podría alterar las proyecciones de mediano plazo del IPC total. Adicionalmente la mantención de la volatilidad de los mercados

financieros internacionales, eleva el riesgo de depreciación del tipo de cambio. Estos mayores riesgos, que significan una mayor probabilidad de alza de la inflación, son compensados parcialmente por un escenario externo más favorable, en el sentido que la economía norteamericana se desacelere en forma más gradual.

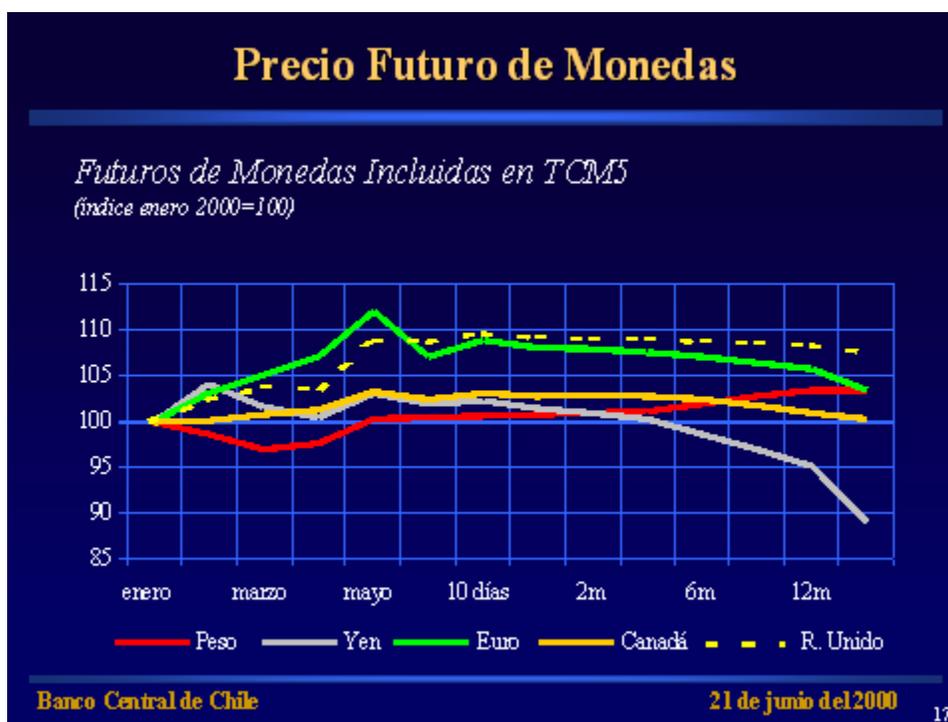
### III. Proyecciones

Antes de comentar en particular las proyecciones de mayo último y el sentido en que éstas se habrían modificado a la luz de los antecedentes adicionales recabados recientemente, me parece conveniente aclarar algunos conceptos importantes al momento de interpretar los resultados de las proyecciones.

En primer lugar, es fundamental tener en cuenta que las proyecciones son condicionales al siguiente supuesto de trabajo: que **la tasa de interés de política monetaria se mantenga estable** en su nivel actual a lo largo de todo el horizonte de proyección que corresponde a dos años. Este supuesto de trabajo se fundamenta en que el principal objetivo del ejercicio de proyección es evaluar si el nivel actual de la tasa de política monetaria es consistente con una trayectoria esperada para la inflación dentro del rango meta.

De esta forma, si se detecta, por ejemplo, que la probabilidad de que la inflación supere el rango meta en el horizonte de evaluación de 24 meses es creciente, entonces el Consejo del Banco Central podría decidir elevar la tasa de interés de política con el objetivo de alinear nuevamente la inflación dentro de los límites del rango predefinido.

En segundo lugar, si bien no constituye un elemento de proyección en sí mismo, contar con una **trayectoria futura para el tipo de cambio** nominal y real es un insumo indispensable del ejercicio de proyección. Esto, porque la evolución del tipo de cambio nominal, junto con la inflación internacional, influye sobre los precios de bienes importables y las condiciones de competitividad externa.



Concretamente, para construir el escenario base para el tipo de cambio futuro, se parte del valor promedio del tipo de cambio multilateral respecto de las principales monedas en los 10 días hábiles previos a la fecha de proyección. Se considera también el valor promedio de los precios futuros de las monedas relevantes durante igual período, para plazos que van desde un mes hasta dos años.

## Proyecciones de Inflación Internacional

### Proyecciones de Inflación en Moneda Local

(%variación anual, proyección consensus forecast)

	2000	2001	2002		2000	2001	2002
EE.UU.	3,0	2,5	2,5	Holanda	2,2	2,7	2,7
Japón	-0,2	-0,2	-0,2	Bélgica	1,7	1,7	1,7
Alemania	2,0	1,5	1,5	Italia	2,2	1,7	1,7
Francia	1,2	1,2	1,2	R. Unido	1,9	2,0	2,0
España	2,6	2,2	2,2				
Canadá	3,7	2,2	2,2				

Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

18

Basándose en estos precios futuros sobre monedas, que reflejan la trayectoria que se deduce de los diferenciales de tasas de interés, se construye un tipo de cambio multilateral futuro. Utilizando además las proyecciones de inflación internacional proporcionadas por *Consensus Forecast*, se obtiene una trayectoria para el tipo de cambio real que constituye una de las cotas, la superior en el caso actual. La segunda cota considerada, viene dada por la trayectoria definida por la mantención de un tipo de cambio real estable en el tiempo, la que corresponde en la actualidad a la cota inferior.

Nuestro escenario base para el tipo de cambio real se construye como un promedio ponderado de ambas trayectorias, que lo sitúa con una depreciación real del orden de 2% a 3% durante los próximos veinticuatro meses.

## Volatilidad Cambiaria

### Volatilidad del Peso y otras Monedas frente al Dólar EE.UU.

(%)

	jun95-jun97*	sep99-	opciones a mayo**
may00*			9,6
Peso chileno	4,7	5,5	13,1
Yen	9,9	9,0	12,6
Euro	7,9	8,6	13,8
Peso mexicano	13,9	5,4	9,7
Real brasileño	3,4	7,4	5,8
Dólar Canadá	3,7	3,9	--
Dólar N. Zelanda	4,5	8,7	

\*/Calculado como desviación estándar anualizada de la variación porcentual semanal

\*\*/ Volatilidad implícita en opciones sobre moneda a tres meses, porcentaje anualizado

Banco Central de Chile

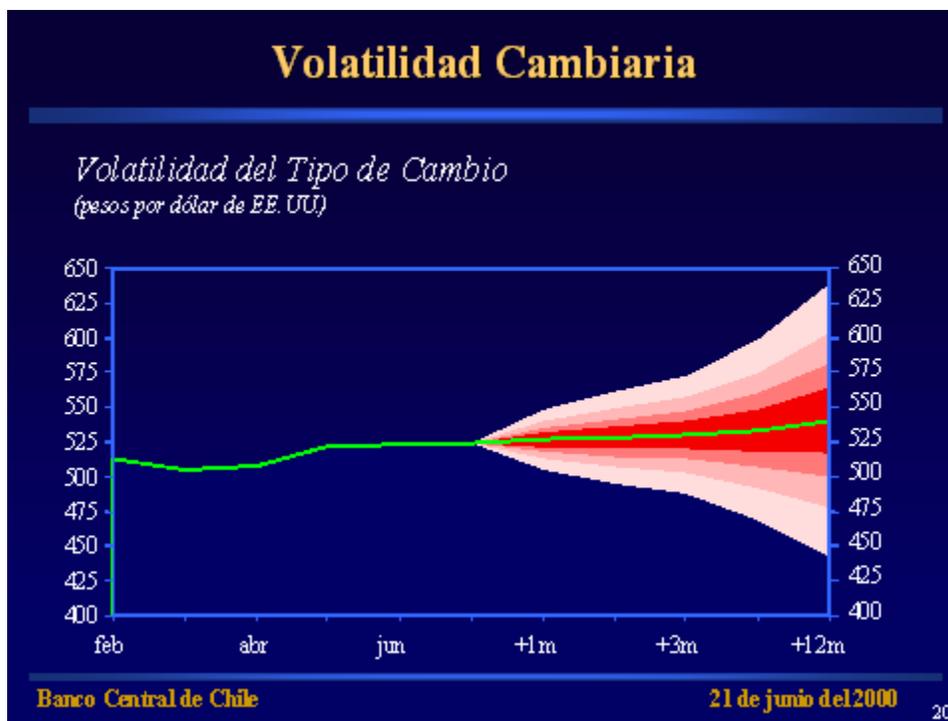
21 de junio del 2000

19

El análisis sobre la probable evolución de estas variables fundamentales permite a su vez considerar escenarios

alternativos los cuales forman parte de la distribución de probabilidades. Las estimaciones históricas y de mercado (basada en opciones) sobre la volatilidad del tipo de cambio permiten a su vez calibrar el rango de dispersión sobre el cual podría fluctuar esta variable.

Quisiera detenerme en este punto brevemente para clarificar un posible error de interpretación respecto de un gráfico particular del Informe. Me refiero al de volatilidad del tipo de cambio incluido en la sección de mercados financieros.



El único propósito de este gráfico es mostrar intervalos de confianza para el precio del dólar en el mercado de futuros construidos a partir de las estimaciones de mercado para la volatilidad del tipo de cambio a distintos plazos.

En definitiva no constituye una proyección central ni una distribución de probabilidades alrededor de ésta, y por lo tanto no refleja necesariamente la trayectoria futura supuesta para el tipo de cambio nominal. No obstante, como se desprende de la discusión anterior, los elementos considerados en este gráfico sí constituyen parte del conjunto de elementos a considerar al definir tanto la trayectoria central como la distribución de probabilidades para esta variable.

En tercer lugar, quisiera clarificar una confusión que pareciera haberse generado en el mercado a raíz de la presentación del Informe de Política Monetaria de mayo, la cual se refiere a **la variable sobre la cual se define el rango meta de inflación**.

La meta operacional de mediano plazo se define en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). No obstante, este indicador muestra un grado relativamente alto de volatilidad, como resultado de una alta variabilidad de los precios de alimentos perecibles, explicada fundamentalmente por factores estacionales y climáticos, y de los precios de los combustibles, vinculados fuertemente a la evolución del precio internacional del petróleo.

## Medidas de Inflación

### Descomposición del IPC (ponderación en la canasta)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

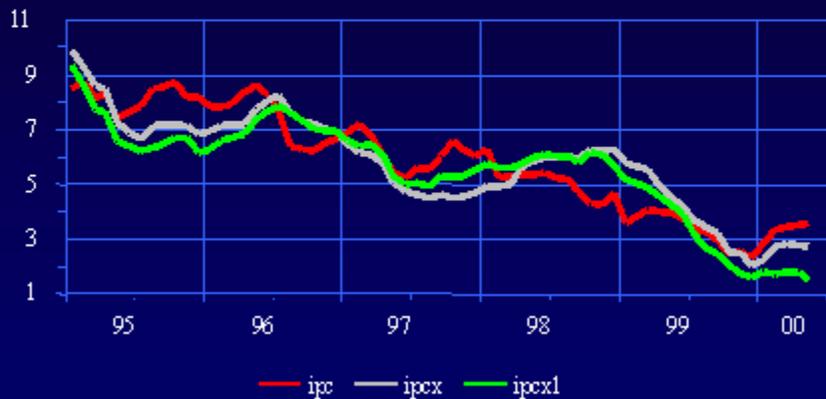
21

Excluyendo del IPC total estos dos componentes se obtiene una medida de inflación subyacente o de tendencia conocida como el IPCX. Un segundo indicador de inflación subyacente es aquel que excluye además la incidencia de servicios y bienes que están sujetos a modificaciones por decisiones administrativas o cambios en regulaciones que son independientes de las condiciones de demanda (IPCX1).

La utilidad principal de estos indicadores de inflación de tendencia es su mayor vinculación con las condiciones de demanda que prevalecen en la economía. Por esta razón el Consejo del Banco Central atiende principalmente la evolución proyectada de estas mediciones de inflación subyacente, para tomar sus decisiones de política monetaria.

## Inflación Subyacente

### Inflación IPC, IPCX e IPCX1 (% variación anual)



Banco Central de Chile

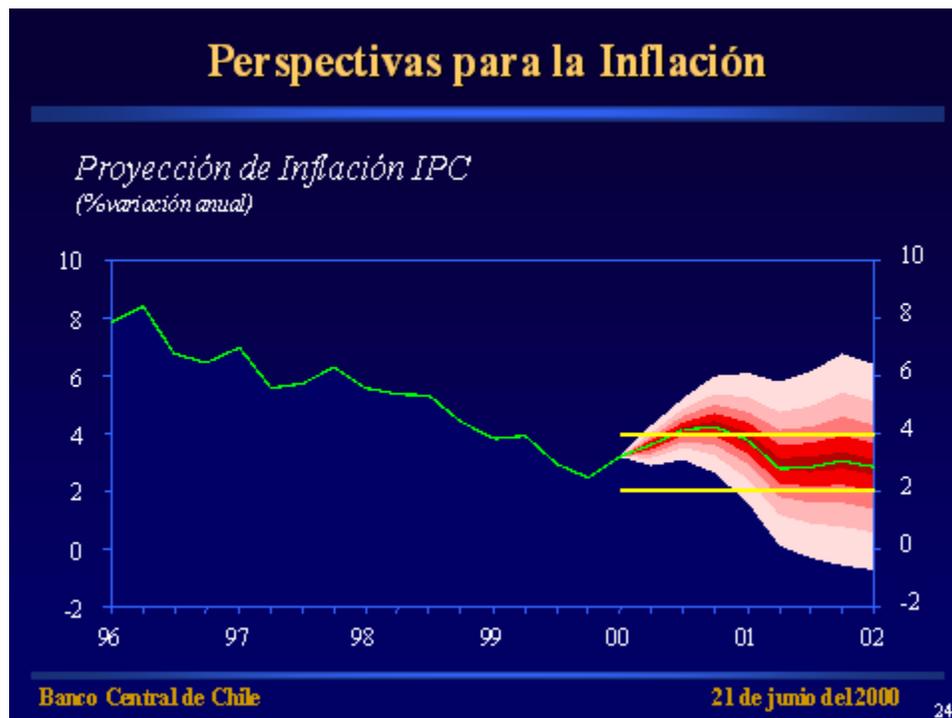
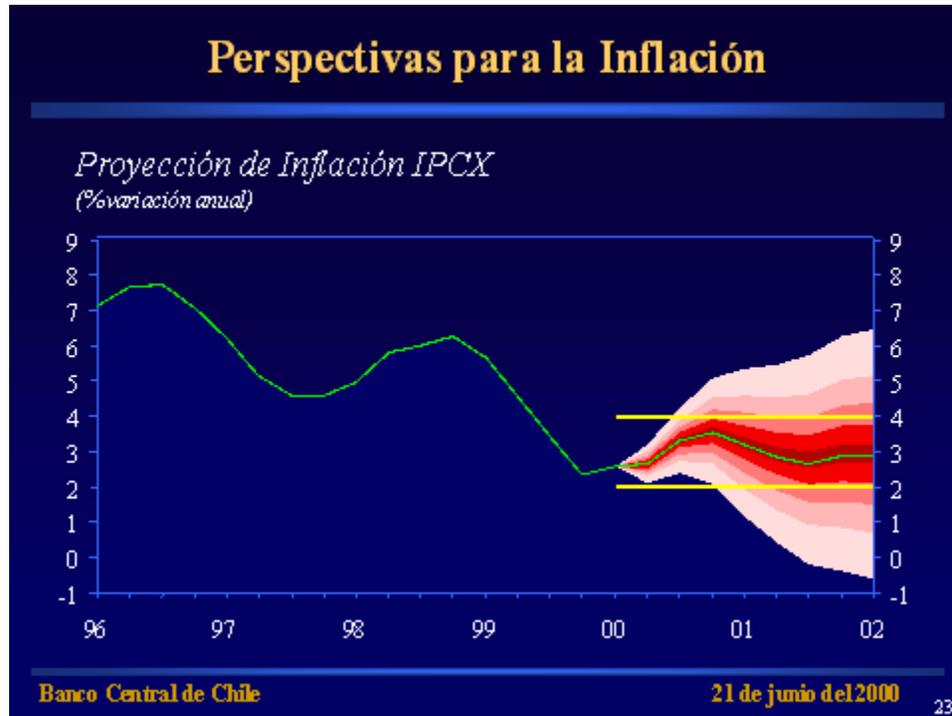
21 de junio del 2000

22 1

Como el nuevo esquema de política monetaria está orientado a una evaluación dentro de un horizonte de entre 12 y 24 meses, y como la evolución del IPC total es coherente con la evolución de los indicadores de inflación

subyacente en el mediano plazo, la distinción anteriormente descrita entre estas tres mediciones de inflación no plantea problemas prácticos de implementación y tampoco de interpretación.

Además, existe el interés permanente al interior del Consejo del Banco Central de evitar que presiones inflacionarias provenientes de factores específicos fuera del alcance directo de la política monetaria, se propaguen hacia expectativas inflacionarias y otros precios. De ser este último el caso, el Banco Central puede ocupar su herramienta de política monetaria para controlar esta eventual segunda fuente de aumentos sostenidos en el nivel de precios, para así mantener un ambiente de inflación baja y estable.



Concretamente, para la inflación subyacente, la proyección central de aquí a veinticuatro meses más es 2,9% y se asigna un 10% de probabilidad de que la inflación se encuentre entre 2,7% y 3,2% al primer trimestre del 2002 sin

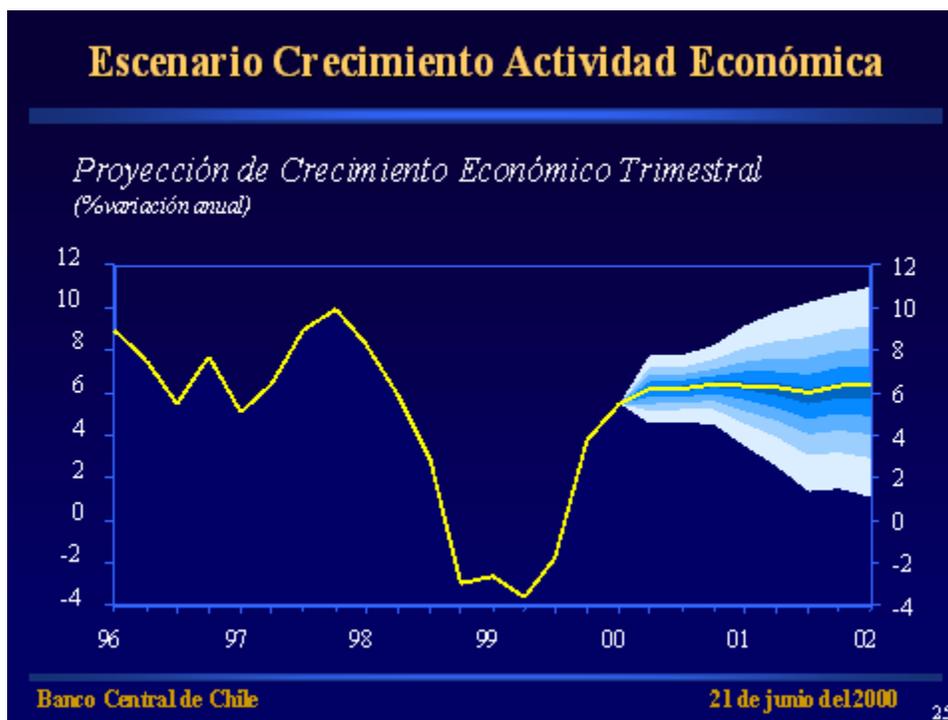
cambios en la tasa de interés de política monetaria.

Es importante tener en cuenta que mientras más incertidumbre exista sobre la evolución de las distintas variables que afectan la inflación, y que están fuera del control de la política monetaria, mayor será el ancho de la banda. Como esta incertidumbre siempre es mayor mientras más lejano esté el horizonte de proyección, las bandas son más anchas para los horizontes más lejanos. Además, si a partir de cierto momento dentro del horizonte de proyección los riesgos se perciben más cargados hacia uno u otro sentido, entonces las bandas en el período remanente serán más anchas hacia el lado respectivo, es decir, aquel que concentre la mayor probabilidad.

En otras palabras, la amplitud de los intervalos refleja el grado de incertidumbre que rodea la toma de decisiones en materia de política monetaria, y la posible asimetría de los riesgos. Esto tiene importantes implicaciones sobre la forma de analizar e interpretar la amplitud de la banda.

Específicamente en la coyuntura actual, los principales desarrollos a destacar ocurridos desde la publicación del Informe de mayo son básicamente dos: **(1) el precio del petróleo se ha mantenido significativamente por sobre el escenario base**, sólo insinuando alguna tendencia de reversión en los días recientes, y **(2) la prolongación de la incertidumbre de los mercados financieros internacionales**, sin que se observen señales claras de que se disipe pronto, lo que eleva los riesgos de depreciación del peso.

La proyección central de inflación medida por el IPC total en este nuevo escenario no se ha modificado significativamente, pero el balance de riesgos ha cambiado, incorporando una mayor asimetría hacia el alza. Sin embargo, esto se compensa en parte por una mayor probabilidad de una desaceleración gradual de la economía norteamericana. A su vez, los efectos del mayor precio del petróleo sobre la proyección de inflación subyacente son menores.



En cuanto al crecimiento económico, en el escenario base se proyecta que se mantendrá estable en torno a 6,2% en los próximos ocho trimestres, esto es, desde el segundo trimestre del año 2000 y el primero del 2002. Esto implica un crecimiento promedio de 5,9% el 2000 y de 6,2% el 2001.

Se estima que los desarrollos ocurridos recientemente han tenido efectos de menor orden sobre la proyección central de crecimiento y el balance de riesgos se ha tornado más simétrico.

Finalmente, respecto de las estimaciones de las principales partidas de la balanza de pagos, se espera que las exportaciones no cobre se vean favorecidas por las mejores perspectivas de actividad económica internacional, el mejoramiento de los términos de intercambio y depreciación acumulada del tipo de cambio real. Sin embargo, las exportaciones netas disminuirán su contribución al crecimiento, por la mayor recuperación relativa de las importaciones, como por el menor dinamismo de las ventas de cobre al exterior.

## Escenario Crecimiento Actividad Económica

### Proyección de Crecimiento Económico (%variación anual)

	1999	2000	2001
Demanda Interna	-9,9	9,6	9,0
Exports. Bs. Ss.	6,9	5,3	5,6
Imports. Bs. Ss.	-14,3	14,0	12,0
PIB	-1,1	5,9	6,2

Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

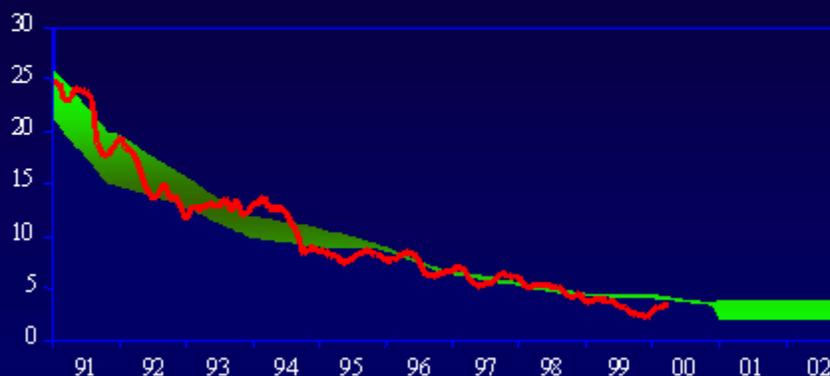
26

#### IV. Conclusiones

La evolución reciente de la economía no altera esencialmente el panorama macroeconómico presentado en el Informe de Política Monetaria de mayo último. Esto es, consistente con una tasa de política monetaria de UF más 5,5% en el horizonte de proyección, la recuperación de la economía continuará a un ritmo gradual algo mayor que 6% en el curso de 2000 y el 2001, sin generar mayores presiones inflacionarias. Por su parte, la inflación total se ubicaría algo por encima de 4% hacia fines de este año y la inflación subyacente sería levemente inferior a este valor, presentando ambas mediciones de inflación en el mediano plazo una trayectoria de convergencia hacia el nivel central del rango meta planteado, esto es, 3% a lo largo del año 2001.

## Metas de Inflación

### Inflación y Metas de Inflación 1991-2002 (%variación anual)



Banco Central de Chile

21 de junio del 2000

27

La exitosa reducción de la inflación durante los años noventa nos ha hecho converger a una situación donde no se

requiere reducir más la inflación cada año, sino que se necesita mantener tasas de inflación dentro de parámetros definidos. En este contexto, el actual esquema de política monetaria, se orienta hacia la mantención de la inflación dentro de un rango meta y en un horizonte de mediano plazo. La extensión del horizonte de fijación de la meta de un año hacia el mediano plazo, obliga al Banco Central a enfatizar más la realización de ejercicios de proyección y de seguimiento del comportamiento de las expectativas de los agentes privados sobre la inflación futura. La mantención de la inflación dentro de un rango meta en lugar de una meta punto, otorga mayor flexibilidad y autonomía al accionar de la política monetaria.

Por esta razón, el Consejo que presido ha decidido aumentar sistemáticamente el nivel de información que entrega al mercado, principalmente en lo que dice relación con su visión sobre las tendencias de mediano plazo de la tasa de inflación, a través de sus Informes de Política Monetaria. Paralelamente, se ha decidido acortar el tiempo de publicación de las minutas de las reuniones mensuales de política monetaria, como una forma de entregar mayores herramientas para las decisiones de los agentes del mercado.

Para finalizar, quiero enfatizar que el nivel de inflación depende en gran medida de las expectativas de los agentes del mercado, es decir, de la credibilidad que se tenga sobre los objetivos fijados por el Banco Central. La política monetaria es más efectiva y creíble cuando el público en general y los agentes financieros en particular, conocen claramente sus fundamentos. Además, para el caso de una institución autónoma como lo es el Banco Central de Chile, la transparencia es esencial para validar sus políticas frente a la sociedad y para hacerse responsable por ellas.