

## Las perspectivas de la economía chilena y el nuevo esquema de política monetaria

Presentación de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en conferencia-desayuno organizada por ASIMET, 30 de marzo de 2000.

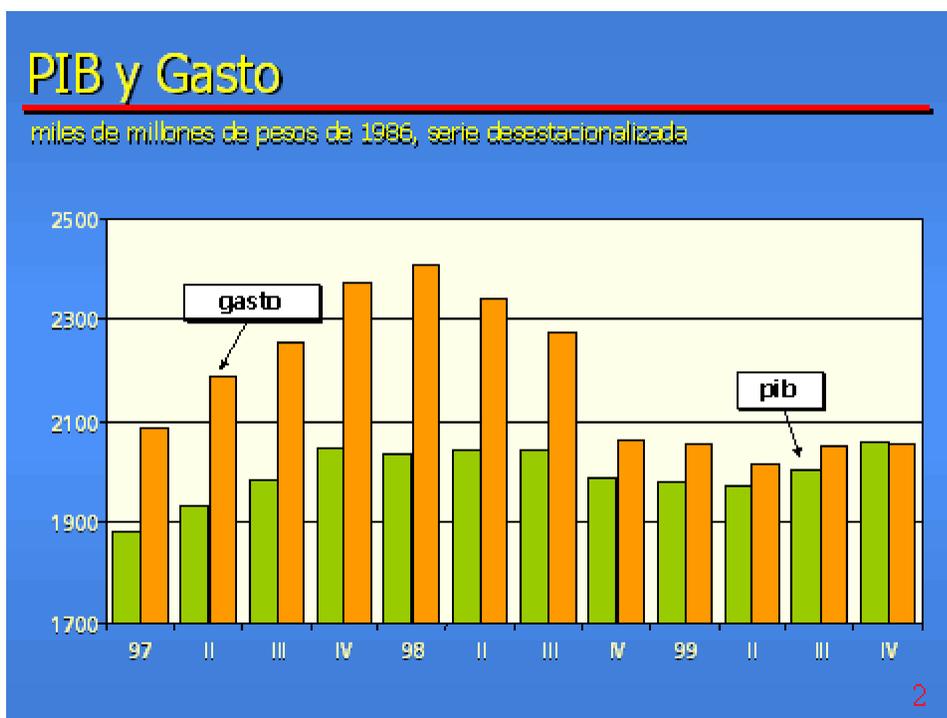
Quiero agradecer la invitación extendida por la Asociación de Industrias Metalúrgicas y Metalmeccánicas (ASIMET) y aprovechar esta oportunidad para hacer una exposición sobre la evolución reciente y las perspectivas para la economía chilena.

Las ideas centrales que quiero compartir con ustedes son las siguientes: El proceso de reactivación de la economía chilena va por buen camino y no se observan riesgos importantes en este frente. En la actualidad la preocupación central del Instituto Emisor y del que llamaré "nuevo esquema de política monetaria", gira en torno a lograr una recuperación sana y duradera de la economía en un contexto de inflación baja y estable.

### I.- Evolución reciente de la economía

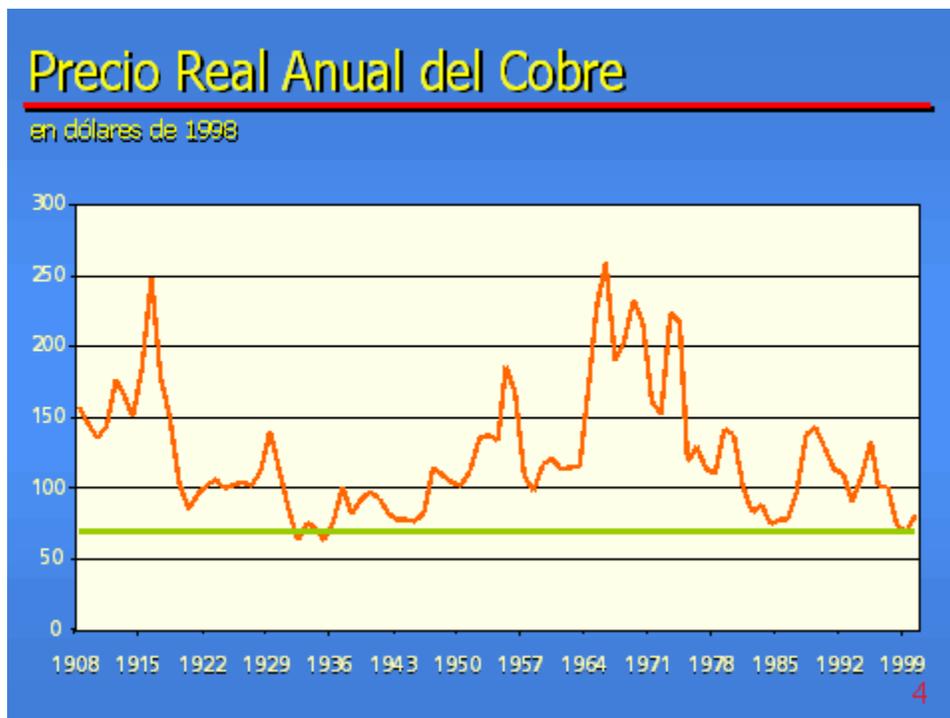
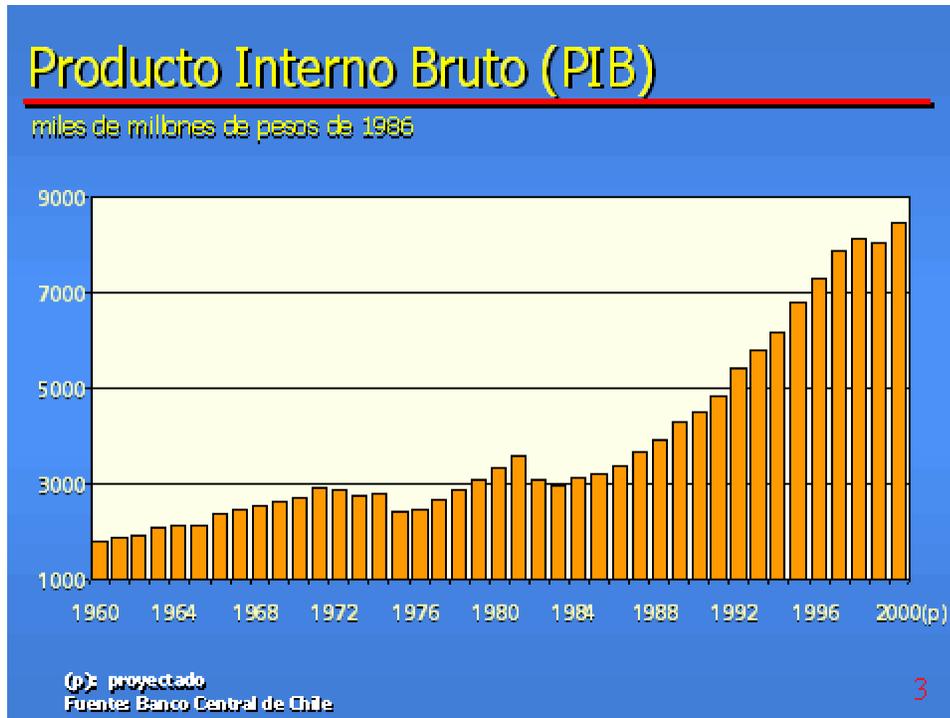
1. A lo largo de 1999, la política monetaria impulsada por el Banco Central adoptó una posición abiertamente expansiva, con reducciones sucesivas de la tasa de instancia monetaria, la cual finalizó 1999 en su nivel más bajo de la década. En el plano cambiario, la mayor estabilidad de los mercados financieros nacionales e internacionales, las mayores acrecentadas posibilidades de diversificación de cartera, la posibilidad disponibilidad de contar con mayores y mejores mecanismos de cobertura de riesgo y el control inflacionario, fueron elementos fundamentales que crearon establecieron las circunstancias propicias para introducir en forma progresiva la ampliación de los límites de fluctuación del tipo de cambio. Ello concluyó a comienzos de septiembre en la suspensión en forma indefinida del compromiso formal por parte del Banco Central de intervenir en el mercado cambiario a través de la suspensión de los límites de la banda cambiaria. Esta mayor flexibilidad cambiaria significa en la práctica mayores grados de libertad para el accionar del mercado y de la autoridad monetaria.

2. En conjunto, las políticas aplicadas por el Banco Central durante 1999, unidas a una política fiscal expansiva, la que favoreció activamente la aplicación de programas especiales de contratación de mano de obra e incentivos tributarios para la adquisición de viviendas, tuvieron como propósito estimular el proceso de recuperación y de consolidación del crecimiento económico en un contexto de equilibrio externo e inflación a la baja y controlada. Es así como, a pesar de que el Producto Interno Bruto (PIB) experimentó una disminución anual del orden del 1% el año pasado, ya hacia fines del segundo trimestre se comenzó a evidenciar una lenta recuperación de la actividad, la que ha continuado en los periodos siguientes. En efecto, de acuerdo con la evolución del Indicador Mensual de Actividad Económica (Imacec), la actividad se expandió del orden de 5% anual durante diciembre y enero pasados. En forma coherente con la recuperación del crecimiento, se ha venido observando una reducción importante en el desempleo, el que pasó de un máximo de 11,5% en su peor momento, el trimestre móvil terminado en agosto del año pasado, a un nivel de 8,1 % en el trimestre móvil finalizado en febrero de este año.



3. El PIB trimestral desestacionalizado del cuarto trimestre de 1999 mostró dos características muy claras: superó el más alto nivel alcanzado en el pasado, e igualó al nivel del gasto. El ajuste tuvo lugar, como se deseaba, principalmente en el gasto.

4. Conviene poner este período de ajuste en una perspectiva histórica. La recesión que enfrentamos en 1999 es la más corta y suave de las tres recesiones que el país ha enfrentado desde 1960, a pesar de que el precio real del cobre, nuestro principal producto de exportación, cayó a niveles sólo comparables a los de la gran crisis mundial de los años '30.



5. La recuperación también se ha observado en los agregados monetarios de más corto plazo y en el crédito, destacando dentro de este último, el comportamiento reciente de las colocaciones hipotecarias, que ha sido positivamente influido por los incentivos tributarios aplicados a la compra de viviendas por el gobierno desde junio del año pasado. También se observa recuperación en las

importaciones de bienes de consumo e intermedios.

## IMACEC

índice promedio 1986=100, serie desestacionalizada



5

## Empleo Nacional

miles de personas, serie desestacionalizada



6

## Colocaciones Totales

millones de UF, serie desestacionalizada



7

6. En términos generales, los indicadores de actividad claramente señalan un proceso de reactivación, esperándose que a través del año 2000 el crecimiento de la actividad económica esté cerca del crecimiento potencial, y que el nivel de actividad se acerque gradualmente al nivel potencial.

7. De hecho, las proyecciones para la demanda interna indican que se observará un aumento en los próximos meses después de la contracción registrada durante 1999. Ya hacia fines del año pasado el consumo privado presentó una recuperación que se espera deberá continuar durante el año 2000. Concretamente, en el cuarto trimestre de 1999 las ventas de automóviles nuevos crecieron 13,7%, las ventas de supermercados (INE) experimentaron un aumento de 8,5%, las ventas del comercio minorista se elevaron 5% y adicionalmente, las ventas de bienes industriales de consumo duradero aumentaron 11,4%. En adelante se espera que esta tendencia continúe, aunque no necesariamente con la misma velocidad; el aumento tanto en el precio de los activos como de los ingresos provenientes del trabajo ha redundado en una atenuación de las restricciones de liquidez de los consumidores y en un aumento del optimismo de los agentes. Así lo confirman los diversos indicadores de confianza de los consumidores disponibles en el mercado. A los elementos anteriores asociados a la reactivación de la demanda interna, se agrega el incremento en la reposición de existencias, fenómeno característico de las fases de reactivación del ciclo económico.

## Ventas de Supermercados CNC

efectivo y promedio móvil trimestral, serie desestacionalizada

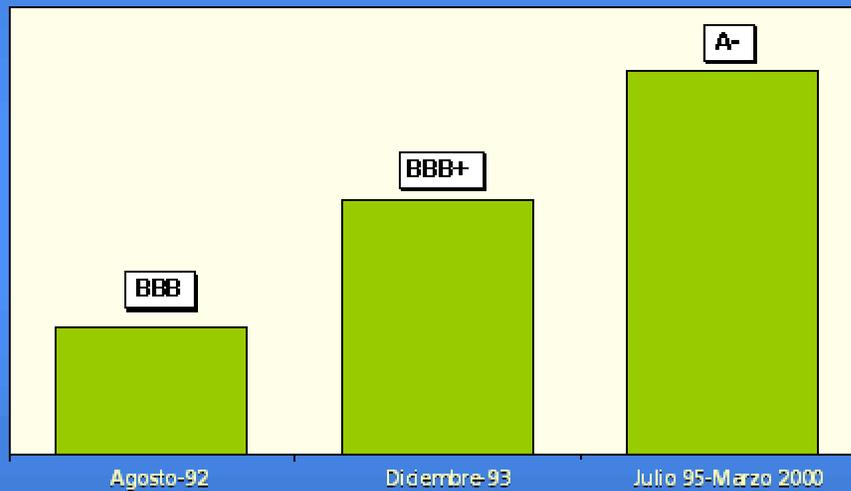


8

8. La demanda externa, también experimentará un repunte durante el año 2000, puesto que el escenario internacional es más favorable este año en términos de crecimiento económico. En efecto, el entorno externo ha continuado mejorando en los últimos meses, de tal forma que el crecimiento del PIB mundial en 1999 superó las expectativas y se proyecta que a partir del presente año la tasa de expansión mundial será del orden de 4% como promedio anual. Este pronóstico se basa en la consolidación de la recuperación ya observada en los países de Europa, Japón y, Asia emergente, y, en menor grado, en Japón; en el inicio de una fase de expansión en las economías de América Latina liderada por Chile, Brasil y México, según lo señala el FMI, y en una moderación suave y controlada del crecimiento de la economía norteamericana. Se espera que durante el presente año la demanda externa presione favorablemente a la recuperación de los precios de las materias primas, en especial el precio del cobre, para el cual se estima un precio promedio durante el año de 81 centavos de dólar la libra (BML).

9. Paralelamente, la posición financiera externa de la economía chilena se ha fortalecido de manera importante a través del último año, tanto en términos absolutos, como en relación con otras economías emergentes. La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró prácticamente en equilibrio en 1999, la economía mantuvo su clasificación de riesgo país --la mejor de los países de América Latina-- y el *spread* soberano disminuyó considerablemente, al tiempo que los índices de solvencia, liquidez y endeudamiento externo continúan en una posición privilegiada dentro de las economías emergentes. Después de haber cerrado la cuenta corriente muy cerca del equilibrio durante 1999, se espera que el fortalecimiento previsto para la demanda interna en el año 2000 se fundamentará de manera importante reflejará en las importaciones, lo cual ampliará el déficit de la cuenta corriente durante el próximo bienio, aunque éste aumento estará dentro de valores acotados muy razonables y sostenibles, esto es, en un rango entre 2% y 4% del PIB en el 2000 y 2001.

## Chile: Clasificación Deuda Largo Plazo



Fuente: Standard & Poors

10

## Clasificación de Riesgo Soberano (2000)



Fuente: Moody's

11

## Ranking de Calidad del Sistema Bancario

|                |    |           |    |
|----------------|----|-----------|----|
| Holanda        | 1  | Taiwan    | 37 |
| Estados Unidos | 10 | Polonia   | 40 |
| Inglaterra     | 11 | Venezuela | 41 |
| Alemania       | 13 | Argentina | 45 |
| Chile          | 15 | Filipinas | 47 |
| Italia         | 16 | R. Checa  | 54 |
| Francia        | 19 | Colombia  | 57 |
| Israel         | 28 | México    | 65 |
| Perú           | 34 |           |    |
| Brasil         | 35 |           |    |

Fuente: Moody's, enero 2000

12

10. La evolución de la demanda, tanto interna como externa, favorece también a un repunte gradual de la inversión durante el 2000 y 2001. El aumento del precio de las exportaciones principales, el mejoramiento del escenario externo y el mayor optimismo que registran las encuestas de opinión respecto del crecimiento económico en el presente bienio, son elementos que afectan positivamente a la inversión. Además, existen otros factores puntuales también favorables, como la concentración de las inversiones en infraestructura asociadas a procesos de licitación de obras viales y urbanas; nuevas inversiones en obras sanitarias y la continuación, parcial, durante el año 2000, del incentivo tributario a la adquisición de viviendas nuevas del tipo DFL-2. La formación bruta de capital fijo, que se estima alcanzó a 26,7% del PIB en 1999, se elevará a una cifra estimada de casi 28% en el año 2000.

11. La política fiscal tuvo durante 1999 un efecto expansivo sobre la demanda agregada, experimentando el saldo de las cuentas fiscales un fuerte deterioro como consecuencia de la caída de los ingresos tributarios asociados al ciclo económico contractivo. Los resultados para el año pasado en su conjunto señalan un déficit fiscal de 1,5% del PIB. El gasto público con impacto macroeconómico directo sobre la demanda agregada, que representa poco más del 20% del gasto interno, mostró un crecimiento acumulado de 5,7% durante el año pasado. En contraste, los ingresos fiscales corrientes mostraron una disminución de 3,3%, en la que sobresale la caída de la recaudación tributaria de los rubros asociados al ciclo económico como lo son el IVA, los derechos de importación y el impuesto a la renta. En términos globales, durante 1999 la política fiscal tuvo un efecto expansivo sobre la demanda.

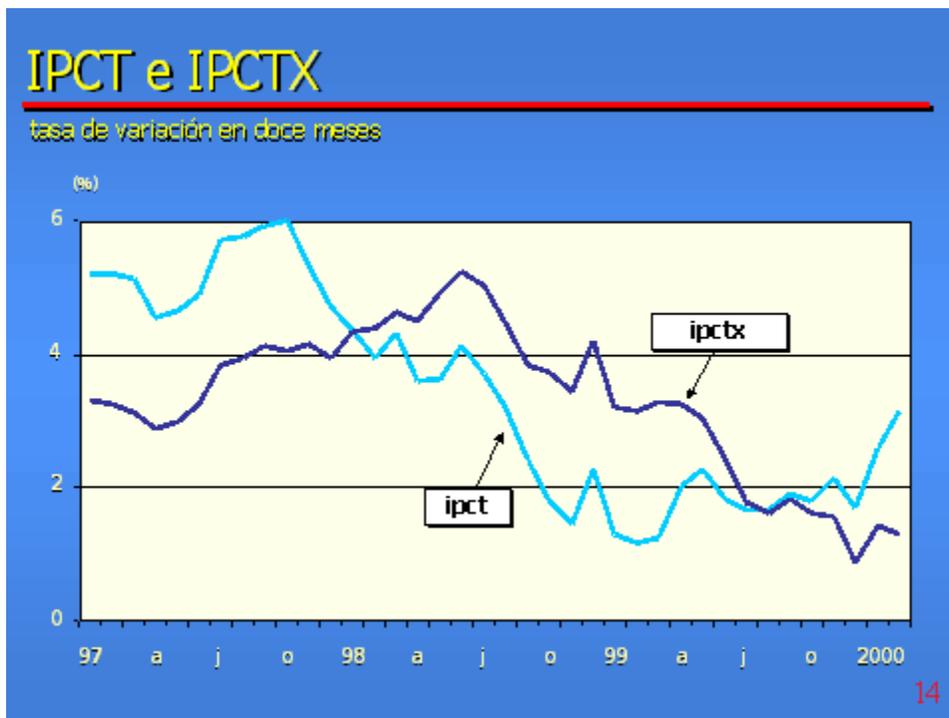
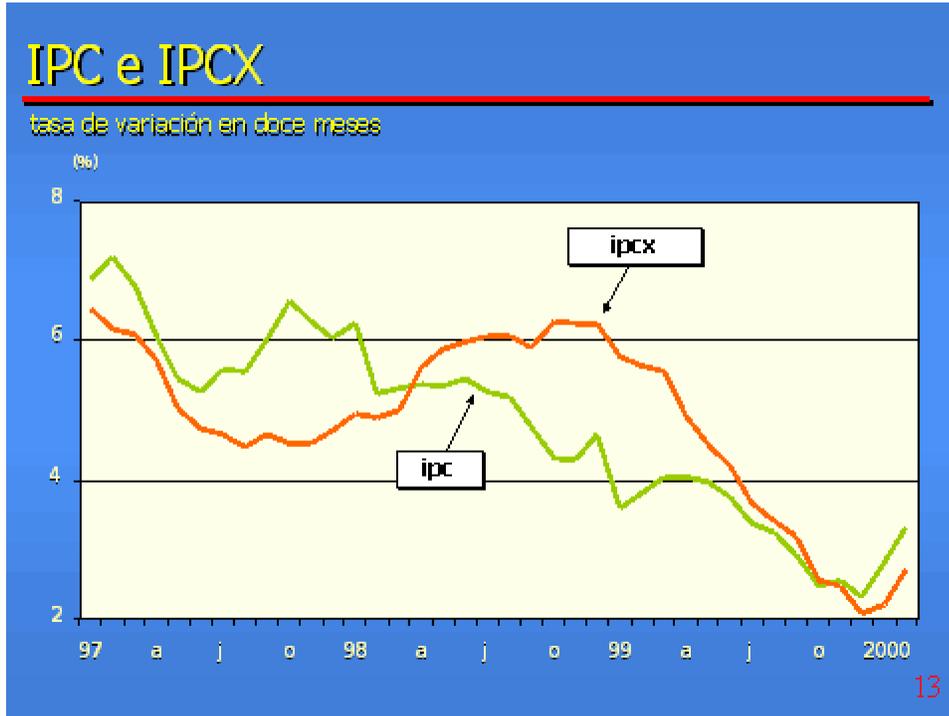
12. Las perspectivas que se deducen a partir del presupuesto aprobado para el presente año, apuntan hacia un mejoramiento de la posición fiscal basado en un crecimiento moderado del gasto público y en la recuperación de los ingresos tributarios, en coherencia con el crecimiento esperado de la economía. En conjunto, se espera que la política fiscal tenga durante el 2000 un efecto levemente contractivo sobre la demanda como resultado de una tasa de crecimiento de los egresos fiscales inferior al ritmo de crecimiento del PIB potencial y de una recuperación importante de los ingresos tributarios. Asimismo, las nuevas autoridades han enfatizado que la política fiscal estará guiada a recuperar y consolidar un superávit fiscal estructural del orden de 1% del PIB en el mediano plazo, lo que implicará la realización de una política fiscal restrictiva durante éste y el próximo año.

13. Aún después de los últimos incrementos, la tasa de interés de política monetaria mantiene una orientación levemente expansiva sobre la demanda agregada. Ello es posible debido a que, a pesar de la mayor recuperación que registra la economía, existen espacios para que la demanda crezca más aceleradamente en el corto plazo en virtud de las holguras en la capacidad instalada de las empresas, en el mercado de trabajo y en las cuentas externas. Sin embargo, necesariamente este crecimiento debe converger en el mediano plazo hacia el potencial o de lo contrario se generarán presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

### II.- Perspectivas de la inflación y shocks de oferta

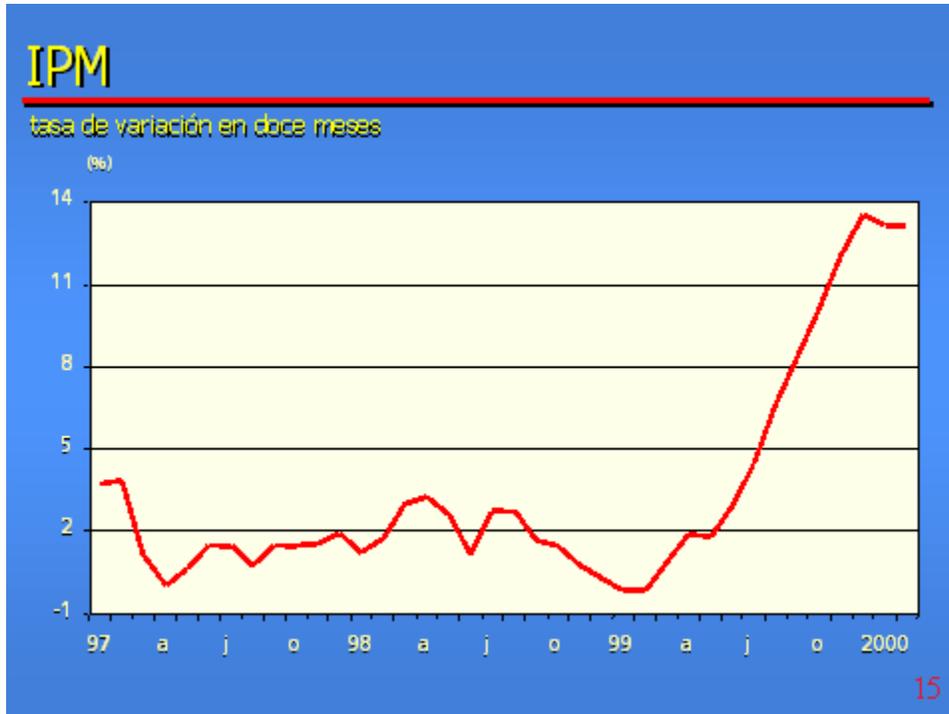
14. Durante 1999, la inflación registró una fuerte disminución, ubicándose a fines del periodo en un valor por debajo de la meta propuesta el año anterior. El ciclo económico, tanto en Chile como en el exterior, fue la causa predominante importante de la disminución de la tendencia inflacionaria durante 1999. La moderación en el comportamiento de los precios fue generalizada. El componente no transable de la inflación de tendencia tuvo un aumento de 3,1%, más de cuatro puntos porcentuales por debajo de lo observado en 1998. Además, la contracción del mercado del trabajo a través de la disminución de la oferta ocupacional, produjo

un efecto moderador en los reajustes salariales y en el costo de los servicios personales incluidos en la canasta del IPC. De esta manera, los precios de los servicios profesionales, salud, educación, recreación y vivienda (arriendos), redujeron significativamente su tasa de variación durante 1999 en respuesta al ciclo económico.



15. Por otra parte, el ciclo internacional favoreció la moderación de la inflación importada, lo que significó que los precios en dólares de manufacturas y materias primas cayeran entre 1998 y 1999, compensando parcialmente el debilitamiento del peso. El índice de precios transables de tendencia cerró 1999 con una tasa de crecimiento de 0,9%, más de tres puntos porcentuales inferior a la de fines de 1998. Los precios de artículos durables como el vestuario, línea blanca y electrónica, mostraron variaciones negativas o casi nulas durante el período. La disminución del precio en dólares de estos productos, que provienen mayoritariamente de Asia, compensó la depreciación del peso, a lo que se agregó la disminución de los márgenes de comercialización ante la brecha creciente entre la demanda de los consumidores y la expansión de la capacidad instalada en el sector de comercio y distribución.

16. Por el contrario, el Índice de Precios al por Mayor (IPM) experimentó una aceleración en su ritmo de crecimiento, finalizando 1999 con un incremento anual de 13,5%, explicado en lo fundamental por la evolución del tipo de cambio nominal durante el año. El comportamiento de este índice es relevante para la determinación futura del IPC, aunque en forma parcial. Para el caso chileno, la relación existente entre el IPM y el IPC es bastante débil, siendo muy limitada la capacidad predictiva de los precios al por mayor sobre respecto del IPC bastante limitada. Es necesario acotar que el aumento del IPM durante el último tercio del año reflejó el incremento en el precio de materias primas internacionales y la depreciación del peso en el mismo período, situación que, en lo referente al tipo de cambio, se revirtió al comenzar el año 2000. Sin embargo, se considera que la evolución pasada del IPM es de todos modos un elemento de cuidado que hay que tener en cuenta en la trayectoria futura de la inflación.



17. Del análisis al interior del índice, el rubro que mostró mayores incrementos de precios fue el minero, particularmente el cobre y el petróleo. En el caso del petróleo, desde septiembre pasado se han consolidado aumentos importantes, los que incluso se reforzaron en la última parte del año pasado y los primeros dos meses del 2000, cuando el precio promedio bordeó los US\$27 el barril. Las proyecciones indican que el precio del petróleo descendería durante el presente año para situarse en torno a los US\$25 el barril en el promedio del año. El precio del crudo se ha reducido en las últimas dos semanas. Después de la última reunión de la OPEP y el aumento proyectado de la producción, el precio se ubicó en torno a los US\$ 24 por barril. Este precio puede sufrir variaciones en el futuro.

18. La evolución del precio de los combustibles viene a ser el factor específico de mayor importancia en la trayectoria futura de la inflación en la actual coyuntura, y por lo tanto es donde se encuentra el elemento de mayor riesgo para la evolución futura de los precios. El shock adverso asociado al incremento del precio del petróleo afecta al precio de la gasolina y de otros derivados y, por tanto, al precio del transporte en general, aunque en forma atenuada y gradual debido a la operación mientras opere el Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEPP). También se anticipan para el presente año aumentos de otros precios regulados, tales como el agua potable, aunque con menor impacto en la canasta del IPC.

19 Respecto de la meta de inflación para el año 2000, no se tiene contemplado hacer cambios, pues las fluctuaciones del precio del crudo son consideradas como transitorias, estando la inflación de tendencia en el mediano plazo dentro del rango meta de 2% a 4%. Un análisis detallado respecto de la evolución futura de la inflación y de los posibles escenarios de riesgos, se entregará con ocasión del Informe de Política Monetaria que se publicará a mediados del mes de mayo.

### III.- Revisión de las principales proyecciones macroeconómicas

20. El vigoroso comportamiento que han registrado durante los últimos meses las principales economías del mundo y el consecuente repunte de los precios de las materias primas, han significado un escenario más favorable para nuestra economía en general y para las exportaciones chilenas en particular. Es así como desde mediados de 1999 se comienzan a observar repuntes importantes en los precios de los principales productos exportados, principalmente para el caso del cobre y la celulosa.

21. En la actual coyuntura, las importaciones han sido las de más lenta recuperación, iniciándose sólo en los meses recientes del año 2000 una recuperación más marcada. Para este año se espera una expansión de las ventas al exterior acorde con el ritmo de reactivación de la demanda interna, todo lo cual hace esperar una balanza comercial superavitaria durante el primer trimestre de

este año que significará una proyección de US\$700 millones para el total del 2000, cifra que se compara favorablemente con un saldo neutro proyectado en septiembre de 1999.

22. Consecuentemente con este mejoramiento esperado en la balanza comercial para este año, se espera un menor déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de igual magnitud, lo que conllevará a un déficit del orden de 2,0% del PIB hacia fines del 2000, dentro del rango considerado como sanamente financiable por nuestra economía.

23. En términos de actividad, la mejor situación externa, junto con una mayor utilización de los recursos que quedaron ociosos durante la pasada recesión, son elementos determinantes de la evolución reciente de nuestra economía y sientan las bases para un impulso mayor de crecimiento a futuro. Es así como para el presente año se estima una expansión del PIB de entre 5,5% y 6,0%, mayor que la estimada seis meses atrás.

24. Cabe destacar, que este mayor crecimiento del PIB pudo haber sido aún más alto, de no mediar el aumento del precio del petróleo iniciado en 1999 y que nos afecta hasta estos días. Estimaciones de los efectos reales sobre nuestra economía de este incremento, dependerán de la evolución futura que sigan los mercados. En efecto, si se produce la anunciada reducción hacia fin de año, el impacto en términos macroeconómicos será bastante acotado, llegando a sólo algunas décimas de menor crecimiento. Si por el contrario los niveles más altos del pasado reciente se mantienen por un tiempo largo, el efecto puede llegar a ser mayor, cercano a 1% de menor crecimiento del PIB.

### Proyecciones Macroeconómicas 2000

|   | Efectivo<br>1999 | Proyección<br>2000 |
|---|------------------|--------------------|
| <b>Producto Interno Bruto (%)</b>                       | <b>-1,1</b>      | <b>5,5-6,0</b>     |
| <b>Déficit Cuenta Corriente (% PIB)</b>                 | <b>0,1</b>       | <b>±2,0</b>        |
| <b>Precio por Libra Cobre Fino</b><br>(US\$¢ por libra) | <b>71,3</b>      | <b>81,0</b>        |
| <b>Precio Barril Petróleo</b><br>(US\$ barril Brent)    | <b>17,8</b>      | <b>25,0</b>        |

16

25. Con todo, el desafío actual de la política económica consiste en no permitir que las presiones de costos antes mencionadas hagan peligrar la meta de inflación de mediano plazo. Sin embargo, siempre existe el riesgo de que aumentos puntuales en algunos precios, asociados principalmente a fenómenos de oferta, sean elementos que retroalimenten la generación de las expectativas y tengan impacto finalmente sobre los reajustes salariales y una gran variedad de precios. Actualmente, el premio implícito que arrojan las tasas de interés nominales, revela un aumento sólo marginal en las expectativas de inflación de mediano plazo de los agentes del mercado.

26. Actualmente, el premio implícito que arrojan las tasas de interés nominales, revela un aumento sólo marginal en las expectativas de inflación de mediano plazo de los agentes del mercado. No obstante, el aumento observado en las tasas de interés y la apreciación del peso de los meses recientes, estaría indicando un impulso de la política monetaria menos expansivo que lo que se observaba a comienzos de 2000, compensando en parte las posibles presiones inflacionarias que pudieran generarse en adelante.

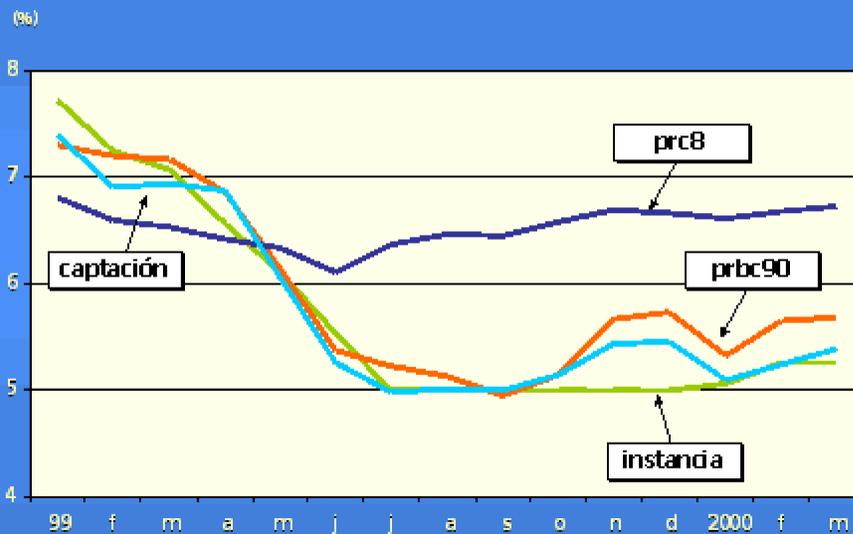
## Inflación Anual y Metas

tasa de variación en doce meses



17

## Tasa de Instancia, PRBC90, PRC8 y Capt.



18

26. La evolución que ha tenido la curva de rendimiento durante los últimos meses, así como también la disminución de las tasas de interés de largo plazo luego de la última alza de la tasa de instancia monetaria, son consistentes con una destacada reputación de cumplimiento de sus objetivos y de alta credibilidad muy alta con relación a las metas de inflación que se ha forjado el Banco Central a lo largo de sus años de autonomía. En consecuencia con ello, nuestra institución, frente a la actual coyuntura, continuará haciendo un seguimiento detallado de la evolución tanto de los precios como de las expectativas. El aumento del precio del petróleo, un fenómeno que se considera estrictamente transitorio y que ciertamente desaparecerá en el mediano plazo, no debe traducirse en un deterioro permanente de las expectativas inflacionarias y de la credibilidad de la política monetaria.

27. Aunque la responsabilidad del control de la inflación recae directamente sobre el Banco Central, a los diversos agentes de la economía también les cabe participar en este proceso, con un manejo prudente del gasto y de los reajustes de precios y salarios. No cabe la menor duda que el control de la inflación es un propósito nacional, ya que una inflación baja y estable defiende los ingresos de los más débiles, permite planear el futuro con mayor confianza formar expectativas más fácilmente, garantiza un mejor

funcionamiento de los mercados y establece las bases para un crecimiento económico sólido y sostenible en el tiempo. Así, cuando la inflación aumenta por encima de lo deseado, se requiere la implementación de un proceso de ajuste fuerte, que por lo general significa una desaceleración del crecimiento con grandes costos para todos. La política económica en general y la política monetaria en particular, deben tratar de evitar o minimizar, en lo posible, dichos costos.

28. De ahí la importancia de transitar con prioridad hacia el cierre de los desequilibrios fiscales observados recientemente, pues aumentos del ahorro público permiten mantener menores tasas de interés, coherentes con una mayor expansión de la actividad económica privada. Como es ampliamente conocido, el manejo responsable del gasto público es un pilar fundamental del éxito económico.

29. Así, en la medida en que las cuentas fiscales tiendan a ser superavitarias, se contribuye a que el crecimiento económico sea sostenible y que no se requieran ajustes traumáticos más adelante. Además, la aplicación de una política fiscal más restrictiva durante éste y el próximo año, tal como lo ratificaran las nuevas autoridades del Ministerio de Hacienda, ayudará en forma decisiva a moderar las posibles presiones que se generen sobre la inflación. Contribuye también a que el efecto de reajustes transitorios de precios no retroalimente la espiral de expectativas inflacionarias en los meses venideros.

30. Asimismo, la reducción del déficit fiscal, facilitará una mayor competitividad de los productos chilenos en los mercados foráneos, a través de la permanencia de un tipo de cambio real más alto. Por los elementos antes mencionados y por la posición en el ciclo en que se encuentra nuestra economía, considero que el restablecimiento del equilibrio fiscal, tal como lo ha señalado el gobierno, es un tema prioritario que debe considerarse la política económica del gobierno durante el presente año y el próximo. El gobierno y el Ministro de Hacienda necesitan, y merecen, el apoyo de todo el país para mantener con decisión sus objetivos de política en este campo.

31. La política monetaria, en coordinación con la política fiscal, deberá favorecer y crear las condiciones tales para que se alcancen los objetivos de crecimiento económico sobre su trayectoria de tendencia en un contexto de inflación baja y estable, dentro de la meta objetivo de mediano plazo. Es útil resaltar que para la consecución de este último objetivo, también contribuyen importantes modificaciones institucionales introducidas en el pasado reciente, cuyo resultado ha sido una mayor flexibilidad cambiaria y una cada vez mayor apertura de la cuenta de capitales, que esperamos seguir perfeccionando, con la debida prudencia, de ahora en adelante.

32. Quisiera destacar, además, que sobre la base de la experiencia, ha sido posible establecer una coordinación fluida y constructiva entre el Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

#### **IV. Nuevo esquema de política monetaria del Banco Central**

33. Durante los noventa, en cumplimiento del mandato constitucional del Banco Central de velar por la estabilidad de precios, año a año se fueron fijando metas para la inflación, cada vez más bajas. Las metas puntuales fueron muy útiles para reducir la inflación durante el decenio pasado y para construir un grado cada vez mayor de credibilidad. Hemos alcanzado ya una tasa de inflación cercana al estado de régimen. Esto implica que la política monetaria debe mirar ahora no los acontecimientos día a día, sino el mediano plazo. Ya no se requiere reducir más la inflación cada año, sino que se necesita mantener tasas de inflación dentro de parámetros definidos. En este contexto es que el nuevo esquema de política monetaria, enfatiza para la inflación un horizonte de fijación de mediano plazo de la meta (más allá de un año) y un valor rango más que una cifra puntual y precisa.

34. 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. Diversos estudios confirman que normas de comportamiento de un Banco Central que se basan en expectativas y predicciones de la evolución futura de la inflación son más eficientes porque disminuyen la variabilidad tanto de la inflación como del producto. En forma simple, estas normas incorporan el hecho de que existen rezagos en la transmisión de la política monetaria y, por tanto, actúan con la anticipación adecuada.

35. La selección de un rango y no de un objetivo puntual para la inflación permite acomodar diversos tipos de impactos de tal forma que la inflación tenga un margen de fluctuación en el corto plazo sin que el Banco Central se vea obligado a ser excesivamente activo con el fin de no desviarse transitoriamente de la meta. El uso de un rango es un reconocimiento de que existe un grado de incertidumbre sobre el comportamiento de la economía y sobre el rezago con el que la política monetaria actúa sobre la inflación; es un reconocimiento de que siempre existe la posibilidad de que se presenten fenómenos que afectan la economía y la inflación, que son imposibles de anticipar.

36. Este nuevo esquema de política monetaria, entrega la flexibilidad necesaria para evaluar estos fenómenos y actuar tomando en consideración las repercusiones que éstos ocasionan en la economía. Sin embargo, el funcionamiento apropiado del nuevo esquema de política monetaria requiere evitar que el efecto de los shocks externos o internos se concentre en un solo mercado. En el pasado reciente, limitado por la operación de las bandas cambiarias y su efecto sobre la evaluación de los riesgos privados, el Banco Central no estuvo en condiciones de distribuir en varios mercados el efecto de eventos inesperados. Ahora, después de un cuidadoso trabajo preparatorio que tomó casi dos años, ha sido posible introducir la flotación cambiaria que, en conjunto con una política fiscal responsable, alivia el peso que recaía sólo sobre la tasa de interés. El nuevo esquema de política monetaria es coherente con un sistema de mayor flexibilidad cambiaria, tal como el que existe hoy en la economía chilena.

37. Este esquema reconoce que la tasa de interés no es un instrumento eficiente para enfrentar los efectos de primera vuelta, o de impacto, de presiones inflacionarias originadas en aumentos de costos. Sin embargo, la tasa de interés debe usarse, con la debida

prudencia, para transmitir señales claras de que el Banco Central no facilitará la generalización de tales presiones. Si la política monetaria acomodara todas las reacciones frente a presiones específicas de costos, caeríamos inevitablemente en la vieja trampa de la espiral precios-salarios a impulsos de la indización y de las reacciones de cada sector que cree tener un grado de poder monopólico sobre el mercado. Algunas de estas reacciones se han hecho públicas en semanas recientes, y es mi deber llamar la atención sobre ellas y los peligros que implican.

38. Debo dejar en claro que una decisión de no intervenir cuando la inflación efectiva se encuentra dentro del rango meta, no debe ser confundida con inactividad, o con la intención de conseguir una supuesta reactivación económica más rápida o menores tasas de desempleo aceptando una inflación mayor. Es indispensable reiterar que la historia económica moderna demuestra con claridad que los intentos de aumentar el empleo tolerando inflaciones más altas han resultado en fracaso. Así, mantener el crecimiento del PIB en tasas cercanas al crecimiento del producto potencial es coherente con una inflación baja y estable. En última instancia, el nivel de inflación depende de la política monetaria y de las expectativas de los agentes, es decir, de la credibilidad que tengan los objetivos fijados por el Banco Central.

39. La evolución del IPC a través del año 2000 seguramente mostrará incrementos mes a mes cada vez menores a partir de mediados del año, aunque los aumentos en 12 meses reflejarán dicha tendencia con claridad sólo más adelante. Para los efectos de la meta de inflación, resulta más apropiado considerar una medida de la inflación que excluye las presiones de costos de primera vuelta, como lo hace el IPC subyacente. Cuando se miran plazos más largos, como el horizonte actual de 12 a 24 meses del nuevo esquema de política monetaria, la diferencia entre ambos índices, IPC total e IPC subyacente, tiende a desaparecer. Pero en el análisis mes a mes, dichas diferencias pueden llevar a los agentes a confusiones innecesarias. Debo decirlo claramente: para la política monetaria nueva, lo que importa son las tendencias en el horizonte medio, y la política se decidirá de acuerdo con ellas y con las señales que se desea entregar al mercado.

40. Por esta razón, el Consejo del Banco Central ha decidido publicar un Informe de Política Monetaria, cuatrimestral, que explicará su visión sobre las tendencias de mediano plazo en la tasa de inflación, y las probabilidades de que la inflación registrada se aparte de dichas tendencias. Por esta misma razón, hemos acordado acortar el período de retraso en la publicación de minutas de nuestras discusiones. De hecho, la mayor transparencia, al igual que la flotación cambiaria, es un ingrediente indispensable del nuevo esquema de política monetaria. El primer Informe de Política Monetaria se entregará en el mes de mayo a la Comisión de Hacienda del Senado y al conocimiento público.

## **V.- Conclusiones**

41. Antes de terminar, quiero reiterar que la reactivación de la economía ya está en marcha, pues los indicadores de actividad están mostrando una clara evolución positiva. Adicionalmente, por el lado del escenario internacional también se esperan buenas noticias respecto del crecimiento económico mundial, lo cual favorece las perspectivas de crecimiento en nuestro país en el futuro cercano.

42. En el plano interno, la tasa de interés de política monetaria continúa con una orientación levemente expansiva respecto de su impacto sobre la demanda, en forma coherente con las holguras en el grado de utilización de los recursos de la economía y en un contexto donde se espera una política fiscal contractiva durante el año. Esta situación facilita que la demanda interna transitoriamente pueda crecer más rápidamente que el producto. No obstante, en el mediano plazo este crecimiento debe acercarse progresivamente al potencial de la economía, de tal forma de evitar que se incuben presiones inflacionarias no deseadas.

43. El nuevo esquema de política monetaria aplicado por el Banco Central, en coordinación con las demás políticas económicas, buscará en la actual coyuntura que el crecimiento económico continúe sobre una trayectoria saludable, con una inflación baja y estable, para lo cual actuará con carácter anticipativo y preventivo, en coherencia con este propósito y con la debida anticipación.