

## MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Extraordinaria N° 817E (N° 1)  
celebrada el 20 de enero 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);  
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División de Estudios);  
Guillermo Le-Fort Varela (Gerente de División Internacional);  
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de Programación Macroeconómica)  
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica)  
Rodrigo Valdés Pulido (Economista Senior de la Gerencia de Investigación  
Económica)  
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);  
María Eugenia Urrutia Thomas (Jefe de Prosecretaría Subrogante).

c) Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Manuel Marfán Lewis,  
quién se incorporó a ella en la etapa correspondiente al análisis de las  
opciones de política monetaria y a la adopción de Acuerdos.

1. ACUERDO: 817E-01-000127

2. MATERIA: Instancia monetaria correspondiente al mes de enero de  
2000.

3. GERENCIA: División de Estudios

División Internacional

4. POLITICA: Se aumenta en 25 puntos base la tasa de instancia  
monetaria, desde UF más 5% a UF más 5,25%.

5. MINUTA:

Se inicia la sesión con la exposición de la División de Estudios para tratar la instancia monetaria  
correspondiente al mes de enero de 2000.

- Durante los últimos meses, la economía chilena ha comenzado a recobrar dinamismo. El crecimiento de la demanda se ha visto favorecido por el mejor contexto económico global, la aplicación de políticas macroeconómicas expansivas en Chile y la recuperación de la confianza de los principales agentes que intervienen en el mercado. La inflación ha continuado evolucionando sobre una trayectoria muy moderada, influida por la posición cíclica de la economía, y la cuenta corriente de la balanza de pagos cerró 1999 prácticamente en equilibrio.
- En la coyuntura actual la política monetaria busca que la recuperación económica continúe sobre una senda sostenible con una inflación baja y estable. La tasa de interés de política monetaria mantiene una orientación expansiva respecto de la demanda agregada desde el segundo trimestre del año pasado. Se señala, además, que el producto y el empleo pueden crecer vigorosamente sin provocar un empuje excesivo sobre los precios y salarios, pues existen recursos disponibles ociosos en la economía. En el mediano plazo, sin embargo, el ritmo de crecimiento de la demanda agregada debe acercarse progresivamente al crecimiento potencial de la economía, para evitar que se incuben presiones inflacionarias no deseadas.
- Los antecedentes examinados en este informe llevan a concluir que la reactivación económica va ganando dinamismo y los cambios en el entorno global tienden a reforzarla.
- Por otro lado, es muy probable que factores de oferta empujen al alza la inflación, al menos en el corto plazo. Los precios de rubros específicos que tienen una alta ponderación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), como son los combustibles y el transporte público, mostrarían aumentos significativos en los meses venideros. Aunque sus efectos directos sobre la inflación son transitorios, es necesario evitar que su impulso inflacionario se arraigue en la economía a través de los efectos de *segunda vuelta* sobre otros precios, salarios y las expectativas en general.
- El plano externo ha continuado mejorando en los últimos meses y es más favorable para el crecimiento de la economía chilena. El crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) mundial en 1999 superó las expectativas previas y se proyecta que, a partir del presente año, la tasa de expansión mundial será levemente inferior a 4% anual, medio punto porcentual sobre lo que se anticipaba en septiembre último. Este pronóstico se sustenta en la consolidación de la trayectoria de recuperación observada en Europa, Japón y Asia emergente, el inicio de una fase de expansión en las economías de América Latina y una moderación suave del crecimiento de la economía norteamericana.
- Durante los últimos meses, los precios de las materias primas han ido en aumento. El precio del petróleo prácticamente más que se duplicó en el curso de 1999, mientras que a comienzos del 2000 el precio del cobre superaba los 80 centavos de dólar la libra (BML). Esto último implicará un mejoramiento de los términos de intercambio, en términos netos, durante el presente año y el 2001, aún cuando su nivel se mantendría bastante por debajo del promedio histórico. La trayectoria futura del precio del petróleo puede jugar un rol clave en la evolución del IPC. Aunque es probable una reducción de ese precio, el fortalecimiento de la disciplina de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP), no permite descartar que el precio pueda mantenerse en los niveles actuales.
- El mayor vigor del crecimiento mundial y el repunte de las materias primas han elevado las proyecciones de la inflación internacional para éste y el próximo año. Las tasas de interés internacionales han ido en aumento y es probable que se produzcan nuevas correcciones en la política monetaria de las principales economías industrializadas. Sin embargo, en un mejor entorno externo como el que se avizora para el próximo bienio, los premios soberanos de las economías emergentes podrían continuar disminuyendo, compensando los efectos de las mayores tasas de interés internacionales sobre la oferta de capitales internacionales hacia estas economías.
- En Chile, la política monetaria ha sustentado una orientación expansiva desde comienzos del segundo semestre de 1999, luego que se superaron los peores momentos de la crisis financiera

internacional. El impulso de la política monetaria ha operado crecientemente sobre la demanda agregada a través de distintos canales: se redujo el costo promedio del crédito, los agregados monetarios y las colocaciones tomaron mayor dinamismo y el tipo de cambio real se depreció.

- Respecto de las tasas de interés de mercado, se observa, en general, una normalización de los valores luego de superarse la incógnita del efecto del cambio de milenio. Sin embargo, a pesar de esta normalización, las tasas de interés de largo plazo permanecieron en un nivel superior a la tasa de interés de instancia monetaria, a la par con las tasas comparables en el exterior. Del análisis de la estructura de tasas de interés por plazo, se observa que los agentes del mercado esperan un aumento relativamente rápido de la tasa de interés de política del Banco Central a través del presente año.
- En relación con el tipo de cambio, durante las primeras semanas de enero el peso se fortaleció cerca de 4% en términos nominales al compararse con una canasta amplia de monedas utilizadas para calcular el Índice de Tipo de Cambio Multilateral (TCM), retornando a valores como los que prevalecían en septiembre pasado.
- La inflación proveniente de los bienes importables probablemente irá en aumento durante el presente año. Los mayores precios internacionales de productos básicos y la depreciación del peso explican gran parte del fuerte aumento que registran los precios mayoristas en Chile. Esta presión de costos tendrá algún grado de incidencia sobre los precios al consumidor, aunque atenuada por la operación de mecanismos de estabilización de precios internos para varios productos agrícolas y para los derivados del petróleo. El mismo patrón de aumento, pero en menor grado, se observaría en los precios de bienes manufacturados de origen importado o que compiten con importaciones.
- En el plano interno, durante el último trimestre del año 1999 la economía entró en una fase de reactivación, con varios indicadores de coyuntura coincidentes en señalar la existencia de un quiebre de tendencia, destacándose el aumento de la actividad industrial, de las ventas del comercio y la disminución de la desocupación. Las estimaciones preliminares indican que en el cuarto trimestre de 1999 el crecimiento del producto interno habría alcanzado una tasa en torno a 4% anual, mientras que para el año en su conjunto éste habría decrecido cerca de 1%.
- En el escenario principal considerado en las proyecciones, se estima probable la intensificación del repunte de la demanda en los trimestres venideros. Esta trayectoria sería apoyada por el mejor contexto internacional, el impulso de las condiciones monetarias, la depreciación del tipo de cambio real y el repunte en las expectativas que se constata en los índices de confianza de los hogares y las expectativas privadas de crecimiento económico.
- La recuperación, sin embargo, sería más lenta que en ciclos anteriores como consecuencia de los excedentes de capacidad instalada, el encarecimiento del financiamiento de mediano y largo plazo, tanto doméstico como externo, el menor nivel de los términos de intercambio y la orientación restrictiva de la política fiscal, acorde con la Ley de Presupuesto aprobada para el año 2000. Con todo, se proyecta que la economía mostraría tasas crecimiento en torno al 5,7% en el 2000 y algo superior en el 2001, mientras que el gasto interno crecería por encima de 8% en cada uno de estos años.
- En el corto plazo la demanda puede crecer vigorosamente sin topar con límites de capacidad interna que empujen la inflación o los costos salariales. Las remuneraciones y los costos laborales han ido moderando su crecimiento nominal, aunque lentamente con relación a la disminución de la inflación y de la productividad media del trabajo. Este freno, sin embargo, irá disminuyendo a medida que aumenta la ocupación y el uso de los recursos. Por ello, se considera que la actual tasa de interés, de política monetaria no es sostenible en el mediano plazo. Si se mantuviera inalterada probablemente llevaría a que el crecimiento de la demanda agregada superara el potencial de la economía, acelerando la tendencia inflacionaria.
- Por otra parte, la posición financiera externa de la economía chilena se fortaleció a través del

último año, tanto en términos absolutos como relativos respecto de otras economías emergentes. La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró en equilibrio en 1999, la economía mantuvo su clasificación de riesgo país y el premio soberano disminuyó considerablemente, al tiempo que los índices de solvencia, liquidez y endeudamiento externo continuaban en una posición privilegiada dentro de las economías emergentes. El crecimiento previsto de la demanda interna ampliará el déficit de la cuenta corriente durante el próximo bienio, pero dentro de valores moderados en torno a 2% y 4% en los próximos dos años.

- Además de los factores anteriores, que afectan la evolución de la tendencia inflacionaria, una serie de choques de oferta presionarán el IPC durante el presente año. El incremento previsto en el precio de los combustibles durante el 2000 tendrá un efecto positivo y significativo sobre la inflación medida por el IPC. Este incremento se explica por el traspaso gradual a precios finales de los mayores precios de importación que prevalecerían durante el 2000 y del impuesto a la gasolina. Este cálculo supone que el precio del crudo muestra un descenso importante en los mercados internacionales. A lo anterior se suma el aumento en el precio del transporte colectivo y en las tarifas del agua potable. Además, sobre estos efectos se agregan los de *segunda vuelta*, provenientes del uso de mecanismos de reajustabilidad automática, negociaciones salariales basadas en la inflación pasada y cambios en las expectativas inflacionarias del sector privado. No obstante lo anterior, las expectativas privadas entregadas por los analistas de mercado señalan un aumento de la inflación a través del 2000, pero dentro de límites coherentes con la proyección de septiembre último de +/-3,5%.
- En resumen, el panorama inflacionario contenido en este informe presenta algunas modificaciones relevantes respecto de lo previsto en los meses recientes. Por una parte, el aumento en la inflación internacional, en los precios internacionales de las materias primas, particularmente del petróleo, la disminución de los márgenes de comercialización a través de 1999, y la acumulación de una serie de choques de oferta, implican la probabilidad de un repunte mayor de la inflación durante 2000. Por otra parte, la demanda agregada ha iniciado una fase de recuperación que, aunque puede progresar vigorosamente en el corto plazo, a mediano plazo debe converger a tasas sostenibles y coherentes con el crecimiento potencial de la economía.
- El balance de riesgos también es relevante para la política monetaria. Por una parte, el crecimiento de la economía mundial podría ser menor del anticipado si la economía norteamericana se desacelera más rápido de lo previsto. En estas circunstancias el crecimiento de la economía chilena podría disminuir y también la inflación, particularmente en el mediano plazo. Por otra parte, los antecedentes más recientes revelan una aceleración en el crecimiento de la demanda total, aunque, en una coyuntura de quiebre de tendencia, es difícil evaluar sus perspectivas futuras. Si el ritmo de aceleración es mayor al previsto, las presiones de inflación de mediano plazo se intensificarían. A su vez, el precio del petróleo podría permanecer en su nivel actual empujando ajustes mayores de los precios internos y elevando la inflación de los próximos dos años. Por su parte, el tipo de cambio podría depreciarse más de lo previsto ante futuros aumentos de las tasas de interés en el exterior.
- Con todo, el balance de riesgos se evalúa con una posible inflación al alza, tanto por la probabilidad de un empuje mayor de la demanda, como por la mantención del precio del petróleo en su nivel actual. La trayectoria más probable de la inflación de tendencia se encuentra en línea con la meta de mediano plazo y las perspectivas de crecimiento de la economía son más favorables que hace algunos meses, pero existen algunos factores de riesgo que podrían elevar esa trayectoria futura.
- Una vez terminada la exposición, los miembros del Consejo y demás asistentes a la reunión comentan el informe presentado por la Gerencia de División Estudios referido a las principales perspectivas que se presentan para los años siguientes, centrandose el análisis en la evolución futura de la inflación.
- Se concuerda plenamente con lo expuesto en el sentido que el principal riesgo que existe hoy en día en la economía chilena se relaciona con la trayectoria de la inflación. Se señala que, de

acuerdo a información reciente, la OPEP ha postergado su reunión de enero en la cual se procedería a revisar las cuotas de producción, demostrando así que tiene el poder para mantener la producción restringida. Respecto de esto último, se considera que, si bien no corresponde afrontar las alzas de precio del petróleo con la utilización de una política monetaria activa, este factor puede ser un elemento que ayude a la formación de expectativas peligrosas en el funcionamiento de la economía durante el curso de este año, pudiendo continuar también durante el año 2001. Por ello, una de las cuestiones más delicadas que se tienen que enfrentar hacia adelante, es ver cómo transmitir estas diferencias puntuales entre el nivel de precios y las tendencias de la inflación. Justamente se indica que deberá realizarse una labor educativa al mercado por parte del Banco Central, de modo que se aclare el por qué la política monetaria no reacciona ante el cambio en el nivel de precios y sí reacciona ante un cambio de su tendencia.

- Uno de los Consejeros destaca que lo más notable de los modelos proporcionados por la División de Estudios es la baja natural que se produciría en la inflación hacia el año 2001. Esta baja de la inflación está en función directa de la transitoriedad de los choques y que éstos no se traduzcan en permanentes. Lo que se considera aquí es que la credibilidad de la política monetaria va a permitir que se produzca esa baja el próximo año, por lo que las señales entregadas serán una indicación al mercado para que se convenza que efectivamente lo que hoy día es considerado como transitorio no se va a incorporar a una tendencia más permanente. Para ello es también esencial que las expectativas se anclen en 3% hacia adelante, para lo cual se requiere reiterar el compromiso antiinflacionario del Banco Central en conjunto con las demás autoridades del país.
- En el plano cambiario, si bien se ha visto recientemente una reducción del tipo de cambio, no se ven elementos de fondo que hagan pensar que esa trayectoria se mantendrá en el tiempo, pues los flujos de capitales esperados para este año no parecieran acompañar a este cambio. Además, existen expectativas que las tasas de interés externas de corto plazo puedan subir adicionalmente, en función de la reacción a las políticas monetarias restrictivas aplicadas por parte de los bancos centrales de las principales economías, lo que podría tener algún impacto cambiario en Chile. La evolución futura del tipo de cambio es considerada, por los asistentes a la reunión, como un elemento de riesgo cuyo efecto podría hacerse sentir en el periodo más crítico, en términos de la proyección inflacionaria, es decir, hacia fines del año corriente.
- Además, la siempre presente posibilidad de una aceleración adicional de la actividad económica, la eventualidad que el precio del petróleo no decline en el corto plazo y los impactos que generan sobre el IPC los aumentos de precios de productos administrados, son elementos que pudieran empujar aún más a la inflación. Por ello se considera que una posición pasiva del Banco Central en las actuales circunstancias puede debilitar la credibilidad de la institución en el cumplimiento de sus metas.
- Más allá de lo que ocurra con los precios durante éste y el próximo año, se plantea que existe un tema más de fondo asociado a la tendencia de la inflación en el largo plazo que hay que considerar. La preocupación del Banco Central no termina en el año 2001, pues su objetivo es generar una inflación permanente entre 2% y 4%.
- La tasa de interés rectora de la política monetaria vigente hoy en día, es considerada como claramente expansiva, y es insostenible en el largo plazo, pues va a redundar necesariamente en una aceleración inflacionaria. Lo ideal es no llegar a una situación de tener que frenar a la demanda agregada en forma abrupta una vez que los desequilibrios sean evidentes, sino que lo óptimo en cuanto a manejo de política, es ir previendo las situaciones e ir aproximando gradualmente la tasa de interés rectora hacia una tasa de interés neutral. No se sabe exactamente a cuánto corresponde, pero lo que sí es evidente, es que está por sobre el nivel actual de 5% (UF), fijada en junio del año pasado, cuando la economía se encontraba en una situación macroeconómica completamente distinta. La tasa de interés de 5% (UF) que se ha mantenido desde entonces, ha sido una tasa de claro estímulo monetario, para contribuir a lograr una reactivación de la economía, la que está ahora en marcha.
- En efecto, ya se están observando, desde septiembre último, distintos indicadores de

recuperación, con un mayor impulso que está en línea con el mejoramiento que se aprecia en el contexto económico externo. Existe un mayor dinamismo de las exportaciones, un repunte en el gasto principalmente de los consumidores y también un mejoramiento en los indicadores del sector de construcción. Por lo tanto, se puede concluir que los principales indicadores están mostrando señales de reactivación entre el tercer y cuarto trimestre de 1999.

- Se estima, además, que esta reactivación va a continuar gradualmente en los trimestres venideros, tanto por el mejoramiento del escenario externo y la depreciación del tipo de cambio que debería conducir a un mayor dinamismo para las exportaciones netas, como por las mejoras en los indicadores de confianza de los consumidores y en las expectativas de crecimiento del sector privado, que impulsarían la recuperación de la demanda doméstica.
- En relación con las posibles opciones de política monetaria, se indica que existen actualmente dos posibilidades de diagnóstico. Uno, que es relativamente optimista, que implicaría *mantener* la tasa de interés de política monetaria, que contempla un escenario con una aceleración transitoria de la inflación, durante el año 2000, y un anclaje en la inflación volviendo a 3% a través del año 2001. Otro sería un diagnóstico alternativo en que la inflación, en lugar de volver automáticamente hacia niveles del 3%, se queda permanentemente sobre un valor superior, el cual implicaría *incrementar* la tasa de interés de política monetaria.
- Aunque podrían haber argumentos en ambas direcciones, los costos de equivocarse en el diagnóstico son diferentes: si se suscribiera el diagnóstico optimista ( *mantener*), y en definitiva se diera el diagnóstico pesimista ( *incrementar*), el costo de devolver las expectativas futuras, por haberse demorado en tomar acciones oportunas, sería sustancialmente mayor que el costo alternativo de acelerar el ajuste de la política monetaria. En este caso, si en definitiva se da el diagnóstico pesimista ( *incrementar*), los impactos previsibles sobre el crecimiento del PIB son de algunas décimas menos, pues se podría ir graduando la política monetaria en el tiempo a medida que se ve que ese escenario no es el que se pensaba.
- En función de estas diferencias de costos entre una y otra alternativa, se estima, además, que es prudente entregar una señal de cautela hacia adelante que ponga el foco de atención en la inflación, que es el objetivo prioritario del Banco Central. Para dar señales concretas que apoyen este foco, las opciones de política monetaria recomendadas serían la *mantención* de la tasa de interés en los niveles actuales, o *incrementarlas* levemente.
- El Consejo de Banco Central en sus reuniones futuras pondrá especial cuidado en la evaluación de dos puntos principales. Primero, el impacto de choques de precios específicos y transitorios sobre la evolución del resto de los precios, salarios y las expectativas inflacionarias del sector privado con el fin de evaluar sus consecuencias sobre la inflación de mediano plazo, esto es, hacia el 2001. Segundo, el ritmo de crecimiento de la demanda total y la evolución de las brechas de utilización de recursos en la economía con el fin de evaluar su impacto sobre el comportamiento de la inflación de tendencia.

## ACUERDOS

El Consejo del Banco Central de Chile acuerda aumentar en veinticinco puntos base la tasa de interés de política monetaria, esto es, desde su actual nivel de UF más 5% a UF más 5,25%, acordándose también que los tramos de la línea de crédito de liquidez se aumentan en veinticinco puntos base. Asimismo se aprobó el texto del siguiente Comunicado de Prensa:

"El Consejo del Banco Central ha realizado en el día de hoy su reunión mensual de política monetaria, en la cual se llevó a cabo un análisis de la evolución de la coyuntura en las últimas semanas y de las perspectivas para los próximos 24 meses.

En esta evaluación se examinó el dinamismo que exhibe la recuperación de la economía chilena, el mejoramiento en el entorno externo, el aumento de las presiones de inflación internacional y el

impacto sobre la inflación en Chile de aumento en los precios de algunos productos y servicios específicos (combustibles y transporte), unos ya anunciados y otros previsibles.

A la luz de estos antecedentes, el Consejo concluyó que la inflación probablemente experimentaría un aumento durante el año 2000, impulsada principalmente por incrementos de precios específicos. Se evaluó la posibilidad de que la inflación incluso pudiera elevarse por encima de la trayectoria anunciada en septiembre último si el precio del petróleo persistía en niveles como los observados en los últimos dos meses.

Con relación a las perspectivas de la inflación para el año 2001, se concluyó que éstas eran más favorables que las del año 2000, estimándose que era probable que la inflación disminuya una vez que se absorban plenamente los efectos de precios específicos. Sin embargo, el mayor empuje de costos y la consolidación de la tendencia de recuperación de la economía aumentaban el riesgo de que la inflación se mantuviera por encima de la meta de mediano plazo.

La reactivación que viene exhibiendo la actividad económica en los meses recientes, así como sus perspectivas, hace necesario moderar el grado de impulso monetario que se ha dado desde junio de 1999.

En este contexto, el Consejo consideró apropiado corregir levemente la política monetaria y aumentar en veinticinco puntos base la tasa de instancia monetaria, esto es, desde su actual nivel de UF más 5% a UF más 5,25%."

JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ  
Consejero

MANUEL MARFAN LEWIS  
Ministro de Hacienda

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe