

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 4 celebrada el 11 de abril 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 Nacrur 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);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Gerente de Análisis Internacional)
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

1. ACUERDO: N° 04-01-000411

2. MATERIA: Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2000.

3. GERENCIA: División de Estudios.

4. POLITICA: Se mantiene la tasa de interés de política monetaria en UF más 5,5%.

5. MINUTA: Se inicia la sesión con la exposición de la Gerencia de División Estudios referida a la reunión mensual de política monetaria correspondiente al mes de abril de 2000, la cual se basa en el siguiente informe:

I. Evolución Reciente de la Inflación y Proyecciones de Corto Plazo:

- En marzo último, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó a 0,7%, mientras que la inflación subyacente (IPCX), que excluye los precios de los bienes perecibles y combustibles, alcanzó a 0,8%. Con ello, las tasas de variación anual se situaron en 3,4% y 2,9%, respectivamente. Las mayores incidencias se presentaron en servicios de educación, que típicamente acumulan reajustes durante marzo, energía y servicios regulados (agua potable y teléfono).

- La tasa de variación nominal de las remuneraciones presentó un aumento durante febrero, de 4,7% a 4,9% anual, mientras que el costo de la mano obra presentó una leve disminución, 4,6% en doce meses. Asimismo, los salarios privados durante febrero elevaron su ritmo de crecimiento desde 3,7% a 4,1% (anual).
- Las cifra de remuneraciones revelan una leve aceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios durante febrero, situación que resulta coherente con la recuperación que ha mostrado el empleo y la acentuación del ritmo de crecimiento de la productividad media del trabajo en los últimos trimestres.
- La inflación de los bienes transables se ha mantenido estable en los tres primeros meses del año y la evidencia de recuperación de márgenes de comercialización es aún leve, la que se ha visto disminuida por la apreciación que ha experimentado el peso respecto del dólar en los meses recientes. Los precios mayoristas continúan en una trayectoria de moderación de su crecimiento como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio y la disminución en el precio del petróleo, lo que se debiera reflejar en plenitud en abril. Estos elementos hacen disminuir las presiones de los precios de las materias primas sobre la evolución del IPC.
- En su conjunto, los antecedentes antes presentados indicarían la inexistencia de señales de aceleración en la inflación, excluidos los efectos directos del incremento en el precio de los combustibles y el transporte público. Sin embargo, cabe consignar la tendencia ascendente que comienzan a insinuar los salarios privados.

II. Factores Relevantes para la Inflación Futura

II.1. Escenario Internacional

- Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo favorables. La Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED) incrementó su tasa de interés de política, tal como se había anticipado. Se esperan nuevos incrementos, del orden de 50 puntos base a través del presente año. Una situación similar se observó en el Banco Central Europeo (BCE). No obstante estos movimientos al alza en las tasas de interés de los principales bancos centrales, ello es coherente con una economía mundial todavía dinámica.
- El recargo financiero sobre los bonos soberanos de Chile ha seguido aumentando en las últimas semanas, esta vez acompañado de una tendencia ascendente generalizada entre los activos riesgosos. Los movimientos de los *spreads* soberanos han estado muy correlacionados con los ajustes que han experimentado los valores de las acciones tecnológicas en los Estados Unidos de América (EE.UU.) y con los *spreads* corporativos de este país.
- Después de la reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de finales de marzo, el precio del petróleo ha descendido a valores en torno a los US\$23 el barril. El aumento de las cuotas de producción, del orden de 7%, y la deserción de Irán del cartel, han sido los principales factores que explican este comportamiento a la baja en el precio del crudo. Los precios de los mercados futuros y las proyecciones de analistas, predicen que estos valores pueden sostenerse en el mediano plazo. Por su parte, la OPEP ha anunciado una política más sensible a las condiciones de mercado con el fin de estabilizar el precio entre los US\$22 y los US\$28 por barril.
- El precio del cobre, en tanto, se sitúa por debajo de los 80 centavos de dólar la libra (BML), pero el precio de la celulosa se mantiene muy elevado, en torno a los US\$650/TM.

II.2. Mercados Financieros en Chile

- Las tasas de interés de mercado de corto plazo se han alineado en torno a la tasa de interés de política monetaria (TPM), aunque aún reflejan una expectativa de leve aumento de la TPM en

los próximos tres meses. Las tasas de interés de largo plazo, en cambio, han mostrado un descenso marcado y en la actualidad se sitúan en torno a 6,5%, prácticamente 20 puntos base por debajo de los valores observados un mes atrás.

- El tipo de cambio se mantiene fluctuando en la actualidad en torno a \$505 por dólar, y es probable que el peso se deprecie levemente en adelante, una vez que se disipen los efectos de aumentos extraordinarios del IPC (y de la Unidad de Fomento) sobre las tasas de interés nominales. Asimismo, otro factor importante que estaría afectando el nivel del tipo de cambio es la expectativa de innovaciones en materia de regulación de la cuenta de capitales, a lo que se agrega el proceso de recuperación de la economía chilena y la mejoría prevista en el escenario mundial.
- Los agregados monetarios más líquidos han mostrado una disminución en meses recientes, reflejando la normalización en la demanda por circulante, que había aumentado extraordinariamente en diciembre pasado con motivo del *efecto año 2000*. Sin embargo, el menor dinamismo del dinero trascendería este efecto transitorio, pues los agregados monetarios más amplios, incluyendo M1A, M2 y M7 también han mostrado una evolución más lenta en los meses recientes. En el caso del M1A ha incidido el mayor nivel de las tasas de interés nominales, efecto que no debiera ser relevante para los agregados monetarios más amplios.
- Asimismo, la creación de crédito al sector privado se ha desacelerado en este primer trimestre, especialmente el crédito a empresas, situación que sería coherente con la ausencia de un repunte visible en la inversión fija.
- En conclusión, el comportamiento de los agregados financieros indica que la recuperación de la economía continúa avanzando, pero sin una aceleración significativa.

11.3. Demanda y Oferta

- Como consecuencia de un nivel sorpresivamente elevado de las importaciones en marzo último, la estimación de crecimiento del Imacec para el primer trimestre se elevaría a 5,5% en doce meses.
- Dentro de la demanda, el gasto interno muestra señales de recuperación, con variaciones positivas desde diciembre último, estimándose preliminarmente que el crecimiento de la demanda en el primer trimestre podría superar el crecimiento del producto.
- La mayor parte del crecimiento estaría concentrado en el consumo privado y en la recuperación de las existencias, no habiendo evidencia aún de recuperación de la inversión fija. Por su parte, las exportaciones muestran un elevado crecimiento, destacándose el comportamiento de los productos industriales, en particular las ventas al exterior de celulosa y otros productos forestales. Las importaciones también muestran una trayectoria de aumento. Aquellas diferentes al petróleo crecen 12% en términos anuales, mientras las compras de petróleo prácticamente se triplican en valor. La recuperación de las importaciones no petróleo se concentran en marzo, y principalmente en las compras de bienes de consumo e intermedios.
- Los antecedentes más relevantes en materia de política fiscal se refieren a la actualización de la estimación del déficit del gobierno central para el presente año, del orden de 0,5% del Producto Interno Bruto (PIB), y el anuncio de moverse hacia un superávit estructural de 1% del PIB como regla fiscal de mediano plazo.
- Con relación a las perspectivas de crecimiento, incorporando la información de importaciones de marzo, las proyecciones son más positivas que las de febrero último, más cercanas a 6% para el 2000 y algo superiores a este valor en el 2001.

- El balance de riesgos respecto de esta proyección se continúa inclinado en forma negativa como consecuencia de los riesgos asociados al escenario internacional, aunque atenuados por la disminución reciente del precio del petróleo. Sin embargo, persiste un riesgo sobre el crecimiento futuro de la economía norteamericana, por una eventual corrección violenta de la bolsa de valores y/o correcciones más bruscas de la política monetaria. Por otra parte, el riesgo de una recuperación interna más acelerada de lo previsto se ha atenuado en parte, a la luz de los antecedentes recientes de actividad, demanda y el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios.

II.4. Factores Transitorios que afectan la Inflación: Perecibles, Combustibles, Precios Regulados e Impuestos Indirectos

- Luego del ajuste realizado al Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEP) en la primera semana de abril, los precios han alcanzado un nivel similar al internacional. Actualmente, los precios internacionales se encuentran en la parte inferior del rango objetivo definido por la OPEP, por lo que existiría la posibilidad que los precios externos nuevamente vuelvan a aumentar, lo que de acuerdo a las actuales reglas de funcionamiento del FEP llevaría a un incremento gradual de los precios de referencia.
- Por otra parte, no hay cambios significativos en las proyecciones relativas a los precios de los perecibles u otros precios regulados. Es de notar que no se esperan nuevos ajustes de tarifas de locomoción colectiva en el curso del presente año.

III. Perspectivas para la Inflación Futura y Conclusiones

- Los resultados recientes no alteran esencialmente el panorama macroeconómico presentado en marzo último: la economía continuaría en una trayectoria de recuperación suave en el curso del 2000 y del 2001; la inflación total se ubicaría algo por encima de 4% hacia fines de año y la inflación subyacente sería levemente inferior a 4%, pero luego ambas mediciones disminuirían hacia 3% a fines del 2001 y primer trimestre del 2002.
- Sin embargo, algunos de los factores de riesgo examinados anteriormente se han atenuado en el curso de las recientes semanas. En primer lugar, la disminución observada por el precio internacional del petróleo hacia niveles cercanos a los que se habían anticipado como valores de mediano plazo. En segundo lugar, la ausencia de señales de propagación del impulso inflacionario vinculado a los combustibles y el transporte hacia otros precios del IPC y la moderación de los precios mayoristas. En tercer lugar, la confirmación de las nuevas autoridades de mantener una política fiscal más austera y de moverse decididamente a una situación de superávit estructural de mediano plazo.

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 macroeconómicas que se presentan para los siguientes 24 meses.

- Existe la inquietud de los asistentes a la reunión, respecto del posible efecto contagio que se daría desde las acciones tecnológicas de los EE.UU. a los *spreads* soberanos de los bonos de países emergentes, dentro de los cuales se incluye la deuda chilena. Al respecto, se informa que este fenómeno se observa como una situación más bien de corto plazo en la medida que los fundamentos de la economía no se han deteriorado y tampoco se vislumbran efectos más significativos que afectarían a la economía norteamericana. Esencialmente, se trataría de un fenómeno puntual correspondiente a un período de ajuste, por lo que posteriormente se verificaría un descenso de los *spreads* de los países emergentes hacia niveles que se registraban en semanas pasadas.
- Lo anterior se complementa indicando que en la reciente evolución de los *spreads* soberanos es necesario considerar el efecto de la fuga de capitales hacia activos más seguros en períodos de

turbulencia. Se indica que si bien los *spreads* se han ampliado, el nivel absoluto de la tasa de interés medida en dólares no ha subido.

- Todo pareciera indicar que las condiciones de afluencia de capitales hacia Chile van a continuar siendo más negativas respecto de proyecciones anteriores. Se señala, que si bien el Banco Central ha mantenido una perspectiva relativamente conservadora sobre cuáles son las condiciones financieras, a comienzos de año existía la idea que durante el año 2000 se produciría un flujo de capitales más significativo hacia las economías emergentes y en particular hacia Chile. A la luz de la información disponible, todo apunta hacia una orientación más restrictiva, al menos por el resto de este año, siendo muy difícil hacer algún pronóstico hacia el mediano plazo.
- Por lo anterior, se comparte la idea planteada que la tendencia de los inversionistas internacionales es más bien a la recomposición de sus carteras hacia valores que consideren más seguros. En todo caso, se estima que esta situación está muy lejos de constituirse en un escenario de crisis externa, sino que más bien es asimilable a un ambiente de más astringencia de capitales respecto de lo previsto.
- Existe el convencimiento en los asistentes a la reunión, que mientras no se produzca una reducción de riqueza importante en los EE.UU., no se va a alterar el cuadro general de la economía mundial. Este panorama no debe considerarse, necesariamente como un escenario desfavorable, sino que diferente, en el sentido que la economía chilena se va a parecer más a lo que fue su desarrollo en la segunda mitad de los años '80, más que lo que fue durante la década los años '90.
- Se indica que las continuas expectativas de movimientos al alza en las tasas de interés de los EE.UU., junto con la mayor volatilidad general de los mercados financieros internacionales, representan una oportunidad para la economía chilena, en el sentido de evaluar la posibilidad de proveer ciertos valores que pudieran ser considerados como seguros en el campo internacional, lo que representaría una excelente oportunidad de financiamiento externo para este año.
- En ese sentido, se señala, la importancia que reviste la posibilidad de colocar deuda externa en moneda nacional en el mercado internacional y la posibilidad que algunos tipos de papeles chilenos pudieran ser adquiridos por inversionistas extranjeros.
- En materia de inflación, se considera que el informe presentado confirma lo que se ha estado observando previamente, en el sentido que la economía no presenta riesgos por el lado de la demanda. Naturalmente existen factores de oferta, los cuales se sabe que se encuentran suficientemente acotados. Se estima importante destacar el hecho que no se observan riesgos relevantes para la inflación de mediano plazo.
- Además, existe la convicción que la economía nacional se encuentra dentro de un mejor escenario, en el sentido que la recuperación de la actividad sigue siendo moderada, que el dólar ha disminuido su valor, que los márgenes de comercialización se recuperan lentamente y que las expectativas aparecen actuando muy positivamente por el lado de la inflación.
- En este sentido se destacan otros dos elementos relevantes. En primer lugar, los anuncios en materia de política fiscal han sido revelantes para afirmar las expectativas y, en segundo lugar, han sido muy oportunas las acciones preventivas que ha tomado el Banco Central en materia de tasas de interés en los meses de enero y marzo del presente año.
- En términos de crecimiento, se comparte la proyección entregada por la División Estudios, que es algo por sobre 6% para el promedio de los años 2000 y 2001. Se estima que estos valores representan un mejoramiento respecto de lo que se tenía previamente, lo cual es una señal positiva pues el crecimiento se mantiene dentro del rango que es perfectamente compatible con

los márgenes de holgura que tiene la economía interna, y al mismo tiempo, es coherente con una tasa de inflación que, mirada desde el punto de vista de los indicadores subyacentes, está perfectamente dentro de los rangos aceptables para este año y el año próximo.

- En el tema de la política fiscal, se hace una breve descripción del programa del nuevo gobierno y cómo se han ido superando las urgencias que han surgido hasta la fecha, señalando que existirá la flexibilidad necesaria en la reasignación presupuestaria, en la medida que existan requerimientos que lo ameriten. No obstante esta flexibilidad, se indica que se respetará estrictamente la restricción presupuestaria planteada para el presente año, que implica un crecimiento del gasto fiscal con impacto macroeconómico de 3,3%, en un contexto global de un superávit estructural de 1% del PIB, como regla fiscal de mediano plazo.

A continuación, se analizan las siguientes opciones de política monetaria:

- Aunque las proyecciones de inflación aún anticipan un registro algo superior al 4% a diciembre de este año (levemente por debajo en el caso de la inflación subyacente), las expectativas de inflación no parecen haber reaccionado al alza. No obstante la dificultad de identificar las causas precisas de este resultado, es muy posible que los aumentos preventivos de la tasa de política monetaria en enero y marzo pasados hayan jugado un papel relevante para afirmar la credibilidad del Banco Central y su compromiso con mantener la inflación bajo control a mediano plazo.
- Asimismo, el aumento en los precios internos de los combustibles, ocurrido recientemente, tendrá un efecto limitado en el IPC, el que estaba mayormente incorporado en las previsiones del Banco Central de Chile. Además, los precios internacionales del petróleo han disminuido significativamente y el tipo de cambio se ha mantenido por debajo de los \$510 por dólar, constituyendo ambos factores un alivio a las presiones de inflación importada.
- Es de notar, también, la disminución de las tasas de interés de mercado (especialmente de largo plazo) luego del aumento de la tasa de interés de política de marzo, como resultado de un mensaje que combinaba apropiadamente una política preventiva con una señal de mayor neutralidad de la TPM, a lo cual se sumaron los reiterados anuncios de austeridad fiscal.
- En este contexto, y considerando una trayectoria previsible del crecimiento de la actividad económica y del gasto global, en línea con lo anticipado en informes previos, las opciones relevantes de política monetaria continúan siendo *mantener* o *endurecer* la actual tasa de interés de política monetaria.
- Los antecedentes comentados inclinan la balanza a favor de *mantener* la actual tasa de interés dado que, en el margen, los riesgos para la inflación que se destacaron en las reuniones precedentes han ido disminuyendo, en el marco de una política monetaria menos expansiva que la de fines de 1999. Sin embargo, algunas presiones de costo podrían reavivarse en el futuro próximo, dependiendo de negociaciones en curso en el rubro transporte, al tiempo que habrá que continuar monitoreando de cerca la evolución de los indicadores de actividad económica en los próximos meses, para evitar sorpresas de una recuperación más rápida de lo previsto.

Acuerdos

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