

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 2
celebrada el 24 de febrero de 2000

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
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);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asiste, además, el Sr. Alvaro Clarke De la Cerda (Ministro de Hacienda Subrogante)

1. ACUERDO: 02-01-000224

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

3. GERENCIA: División de Estudios.

4. POLITICA: Se mantiene la actual tasa de interés de instancia monetaria situada en 5,25% sobre la variación de la UF.

5. MINUTA:

Se inicia la sesión con la exposición de la Gerencia de División de Estudios para tratar la instancia monetaria correspondiente al mes de febrero de 2000, la cual se basa en el siguiente informe:

I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS

A. Evolución Reciente de la Inflación y Proyecciones de Corto Plazo

En enero último, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó a 0,2%, mientras que la inflación subyacente (IPCX) alcanzó a 0,1% con lo cual las tasas de variación anual se situaron en 2,8% y 2,2%, respectivamente.

La tasa de variación nominal de los salarios disminuyó a 4,7% en diciembre de 1999, y en el caso de los salarios privados mostró un descenso mayor a 3,7%. Debido a la alta base de comparación, es probable que en enero nuevamente se observe una moderación del crecimiento de las remuneraciones. Además, la productividad media del trabajo ha mostrado una tendencia ascendente en los últimos dos trimestres. Esto apunta a una moderación de las presiones de costos salariales.

Se proyecta que la inflación IPC experimentará un aumento en los próximos meses, pero el grueso del aumento está asociado a combustibles y transporte colectivo, por lo que las mediciones de la inflación subyacente mostrarían un incremento menor, en torno a 3% a fines del primer trimestre.

Esta proyección considera las alzas conocidas de las tarifas del transporte público (\$250), y el aumento de los combustibles que rige desde febrero. El alza en el precio de los combustibles había sido anticipado en enero último en su magnitud, aunque se esperaba que se presentara más tarde

en el año, entre el segundo y tercer trimestre.

B. Factores Relevantes para la Inflación Futura.

Escenario Internacional

Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo optimistas. La economía norteamericana sigue mostrando señales de un elevado dinamismo de la demanda y la productividad, pero comienzan a aparecer algunos signos de recalentamiento y presiones inflacionarias. La Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos de América (EE.UU) subió las tasas en 25 puntos base, de acuerdo a lo esperado, y lo siguieron el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra. Sin embargo, las señales inflacionarias en EE.UU. han llevado a algunos analistas del mercado a esperar un aumento mayor de la tasa de interés de política monetaria, para terminar en 6,5% y no en 6,0% como se anticipaba un mes atrás. Esto fue refrendado por el propio Alan Greenspan la semana pasada en su intervención en la Cámara Baja, donde dejó ver que se está haciendo más probable un incremento "sustancial" en las tasas de interés en EE.UU.

El precio del petróleo se mantiene en torno a los US\$27 el barril. Los precios de futuros continúan indicando una expectativa de disminución, pero aún no hay señales de ésta. Existe gran incertidumbre sobre el futuro de las cuotas de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). La próxima reunión de esta organización se realizará a fines de marzo.

Mercados Financieros en Chile

No hay novedades en el comportamiento de las tasas de interés o el tipo de cambio. El ajuste en la tasa de interés de política del Banco Central, el pasado mes de enero, estaba internalizado por el mercado y no afectó mayormente el nivel de las tasas de interés de largo plazo. Por su parte, las tasas de interés para plazos menores a un año, señalan expectativas de un nuevo aumento de la tasa de interés de política en el corto plazo. Las expectativas de analistas y del mercado financiero son coherentes con una tasa de interés de política que a fines de año estaría en torno a 6% - 6,5%.

El tipo de cambio tampoco se ha visto mayormente modificado, estabilizándose el valor de la divisa entre \$510 por dólar y \$515 por dólar, aunque en los últimos días ha tendido a situarse más cercano al rango inferior. Los riesgos de aumentos, más allá de los diferenciales de inflación, continúan estando balanceados con los de disminución. Por una parte, el proceso de recuperación de la economía chilena y la mejoría prevista en el escenario mundial tenderán a generar fuerzas de apreciación sobre el peso. De otro lado, la normalización de las importaciones y el aumento de las tasas de interés en el exterior debieran generar fuerzas de depreciación del peso. Con todo, no hay alteraciones significativas en el panorama cambiario, salvo un mayor riesgo de depreciación como consecuencia del mayor aumento de las tasas de interés afuera y su impacto sobre los flujos de capital. En el corto plazo, el aumento de las tasas de interés nominales domésticas, por efectos de aumentos del IPC y variación de la Unidad de Fomento (UF), podrían apreciar levemente el tipo de cambio, pero se trataría de un factor transitorio y puntual.

Los agregados monetarios más líquidos han mostrado una evolución más pausada entre enero y febrero, reflejando la normalización en la demanda por dinero una vez superado el efecto año 2000. Los agregados monetarios más amplios también han mostrado una evolución más lenta en los meses recientes. El crédito al sector privado, por su parte, se ha mantenido relativamente estable. Con todo, los mercados monetarios y del crédito no entregan señales en cuanto a una aceleración del ritmo de recuperación de la economía.

Inflación Importada

El desarrollo más relevante es el referido al precio internacional del petróleo. Si su valor persiste sobre los US\$25 el barril, será necesario suplementar el Fondo de Estabilización del Petróleo (FEP) o ajustar sus paridades en los trimestres venideros, más allá del aumento reciente, con lo cual se elevarían todas las proyecciones de inflación para el año en curso.

Los precios de bienes transables, particularmente de algunos durables, mostraron evidencia de un leve incremento en enero. Esta tendencia podría continuar en los meses venideros por la recuperación de los márgenes de comercialización, pero no alteran mayormente el panorama inflacionario.

Los precios mayoristas, en cambio, mostraron una disminución como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio, con lo cual disminuyeron las presiones de materias primas sobre el IPC. Esto tampoco modifica el panorama de la inflación.

Demanda y Oferta

No hay cambios relevantes en la oferta y demanda respecto de lo revisado en la reunión del 27 de enero último. El IMACEC de diciembre alcanzó a 4,9%, con lo cual el Producto Interno Bruto (PIB) del último trimestre del año pasado creció en torno a 4% y el PIB del año decreció en 1,1%. Por primera vez en los últimos 12 meses, la demanda interna también creció, superando incluso a la variación del producto.

Los escasos antecedentes relativos a enero, existiendo en la actualidad sólo información de agregados monetarios e importaciones, no muestran una profundización de la tendencia de aceleración que traía el producto o la demanda interna a fines del año pasado.

La balanza comercial muestra un superávit a enero de US\$153 millones, explicado por exportaciones (FOB) de US\$1.455 millones e importaciones (FOB) de US\$1.302 millones. Las importaciones no petróleo muestran un crecimiento nulo respecto del mismo mes del año pasado.

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

El principal factor de preocupación hacia delante es el aumento de los precios de combustibles y microbuses. En el escenario actual, las paridades del FEP están más de 20% por debajo de los precios de la paridad internacional, por lo que es posible que se verifiquen ajuste sobre éstas, lo que elevaría las proyecciones de inflación IPC para el 2000, condicional a que el precio del petróleo permanezca en el valor actual.

C. Perspectivas para la Inflación Futura

La revisión de los desarrollos económicos y financieros recientes lleva a concluir que se mantienen las proyecciones de recuperación de la economía, proyectándose un crecimiento del PIB en torno a 5,5% anual para el año 2000. En relación con la inflación, las presiones de demanda se encuentran acotadas y controladas. Sin embargo, la reciente alza de los precios de los combustibles y microbuses estarían significando un aumento de la inflación IPC en los próximos meses, no así de la inflación subyacente, la que finalizaría el primer trimestre del 2000 en torno a 3%.

La magnitud exacta del incremento del IPC dependerá de las posibles correcciones que se realicen sobre el FEP y del curso de los precios internacionales, además del resultado de las negociaciones con el gremio de los transportistas. La preocupación principal de estos efectos puntuales radica en su incidencia de segunda vuelta sobre otros precios, tarifas, salarios y expectativas que pueden perpetuar el impulso inflacionario en el tiempo.

Adicionalmente al riesgo de un deterioro de las expectativas, continúa siendo relevante el riesgo relacionado con la velocidad y aceleración de la recuperación de la demanda (y por tanto a un incremento de la trayectoria de la inflación a mediano plazo). Sin embargo, no existe aún evidencia en este sentido.

II. ANÁLISIS Y CONSECUENCIAS DE LOS ANTECEDENTES PRESENTADOS

Una vez terminada la exposición, los miembros del Consejo y demás asistentes a la reunión se muestran conformes con la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto de los resultados obtenidos en lo que va corrido de 2000 y las perspectivas que presenta la economía en el mediano plazo.

Frente a lo informado, existe al interior de los miembros del Consejo la inquietud respecto de la evolución futura de los precios ya que, si bien se considera que las presiones inflacionarias derivadas del aumento de precios de los combustibles provienen de shocks de oferta que tienen un carácter transitorio y que seguramente se verán reflejados en el IPC de febrero y marzo, sus consecuencias sobre las expectativas son relevantes para la determinación de los precios de mediano plazo. Se indica que, desde la reunión anterior, en enero pasado, estas presiones sobre la inflación se han intensificado por la trayectoria que ha seguido el precio del petróleo en las últimas semanas, incrementándose, en consecuencia, las proyecciones actuales de la variación del IPC.

Se considera que estas proyecciones de un mayor incremento en el IPC se han debido a un cambio importante en las expectativas de precios durante los últimos meses, debido al efecto del aumento del precio del petróleo y su impacto sobre los precios del consumidor, tanto directos como indirectos

por la vía de los precios de la locomoción, los combustibles y otros secundarios. Concretamente, se indica que el peligro principal radica en la potencialidad de que se incrementen las expectativas de precios más allá del efecto propio asociado al shock de oferta, por el impacto que ello implica en los precios de mediano plazo.

Respecto del escenario de proyección subyacente presentado en la exposición inicial, uno de los asistentes a la reunión argumenta que nada asegura que luego de la reunión de la OPEP de fines de marzo, se produzca una caída rápida del precio del petróleo desde los niveles actuales, a un precio bastante inferior hacia diciembre del presente año, para lograr un valor promedio anual cercano al incluido en el escenario de proyección. De acuerdo a lo anterior, se señala que todo pareciera indicar que este supuesto podría ser considerado como algo optimista, pudiendo aumentar aún más las presiones inflacionarias inducidas por la evolución futura del precio del petróleo.

Como argumento adicional, se señala que la tasa de interés de instancia monetaria actual (5,25% sobre la variación de la UF) es estimulativa de la demanda agregada, así como también lo sería una tasa de interés algo superior, aún cuando no se tenga en la actualidad completa claridad respecto del nivel que es considerado una tasa de interés neutral. De esta forma se señala que el punto central de la discusión está en saber cuál es el momento más adecuado para tomar la decisión de acercarse a una tasa de interés de política más neutral en un contexto donde todo parece indicar que el costo en términos de impacto sobre la recuperación de la actividad económica, puede ser considerado como mínimo.

Por otra parte, se argumenta que dentro de los elementos importantes a tomar en cuenta respecto de la oportunidad de las decisiones de política monetaria, se refiere a la disponibilidad de información relevante. Es así como se indica que la próxima reunión mensual de Política Monetaria, correspondiente al mes de marzo, va a tener lugar en un momento en el cual se contará con mayor cantidad de información que, de alguna manera, serviría para verificar las presiones de costo de tipo directas asociadas al incremento del precio del petróleo ya señaladas, como lo son el IPC de febrero; los anticipos del IPC de marzo; nuevos indicadores de coyuntura; junto con noticias del IMACEC de enero, que se dará a conocer públicamente un día después de la reunión.

A su vez, respecto de la credibilidad del Banco Central y las expectativas de precios de corto plazo, se plantea que el mercado tiene internalizado que la tasa de inflación del año 2000 va a estar cercana a la meta fijada por la autoridad. Esto se debe a que también el mercado tiene incorporado en la formación de sus expectativas que el Instituto Emisor va a manejar las tasas de interés para lograr esta meta, quedando en evidencia la gran credibilidad que se tiene respecto de la autoridad monetaria. De ahí que se considera como de gran relevancia las señales entregadas a través de la política monetaria y la oportunidad en que se realizan.

Desde otra perspectiva, existe una percepción diferente respecto de cómo enfrentar las actuales presiones de costo, en el sentido que la economía se encuentra bastante bien situada para soportarlas, por cuanto existen holguras importantes al nivel de actividad económica respecto de su rendimiento potencial. Se argumenta que el análisis sería muy diferente si la economía se encontrara en un nivel cercano al pleno empleo, donde obviamente la preocupación respecto de las señales de la política monetaria serían más apremiantes. Sin embargo, se considera que en estos momentos existe una situación de bastante holgura real y, por tanto, la economía, excepto si se desancla desde el punto de vista de las expectativas, que es el elemento más importante, debiera ser capaz de absorber los shocks de oferta sin mayores problemas, a través de aumentos de precios o aumentos de inflación por una sola vez.

En ese sentido, se indica que la pregunta relevante es cómo vuelve la economía a una posición más neutral de la política monetaria y a qué velocidad. Se considera que el retorno a una posición de neutralidad se debe hacer en forma gradual en el momento que sea más conveniente, no existiendo actualmente una relación nítida entre las presiones de costo y dicho retorno. Si bien las expectativas han ido en aumento respecto de lo que eran hace dos o tres meses atrás, todavía están dentro de lo que se consideraría razonable desde el punto de vista de las metas de inflación de mediano plazo fijadas por la autoridad monetaria, por lo que no habría actualmente una evidencia concluyente de posibles transmisiones de las presiones de costo hacia expectativas, más allá de lo que ha sido el incremento del precio del petróleo. Por lo tanto, se plantea como punto central de la actual coyuntura el seguimiento muy de cerca de estas expectativas, para actuar en forma oportuna con el instrumental disponible. La información que se reciba entre ésta y la próxima reunión de política monetaria puede dar una pauta de acción más clara.

Por último, otro elemento importante a tener en cuenta tiene relación con la política fiscal, en el sentido que hasta ahora no hay elementos que hagan pensar que va a ser modificada hacia un perfil de mayor gasto en el resto del año, no existiendo señales que hagan inferir una dirección de que pudieran crearse situaciones inflacionarias producto del mayor gasto fiscal.

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

Durante el mes de febrero se ha ido configurando un escenario complejo en materia de inflación. Como eventos nuevos destacan: (a) la anticipación en el ajuste de precios internos de los combustibles por parte del gobierno, el cual se materializó a comienzos de mes ante la evidencia que los precios internacionales consolidaban una tendencia alcista (en las proyecciones anteriores este ajuste se realizaba recién el segundo semestre); (b) la reacción a lo anterior del gremio del transporte, el aumento de las tarifas a \$250 y la incertidumbre respecto de los cambios que traerá en esta materia la nueva licitación de recorridos. A esto habría que agregar los ajustes que se anticipan en los restantes componentes del transporte. Ambos factores combinados implican una presión adicional a la prevista en el nivel de precios que podría incluso potenciarse aún más si el precio del petróleo no se reduce de aquí a fin de año.

Por su parte, la escasa evidencia adicional que existe en materia de actividad económica es todavía mixta como para poder juzgar si el escenario de un crecimiento más sustancial que el anticipado se materializará en definitiva. Los datos de dinero, colocaciones e importaciones siguen anticipando que el ritmo de crecimiento se consolidará, pero no necesariamente que se acelerará.

En síntesis, existen hoy mayores presiones inflacionarias que hace un mes atrás, pero más sobre la base de una intensificación de los shocks de costos y precios administrados, que por una perspectiva de un crecimiento del gasto global más alto al previsto. En este sentido, sigue siendo cierto que la mayor inflación se concentrará en el presente año y que hacia fines del próximo es probable que esta variable se ubique dentro del rango de mediano plazo (2% a 4%).

En este contexto, existiría la posibilidad de un mayor riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación como resultado de las mayores presiones inflacionarias detectadas en las últimas semanas y en la medida que los indicadores mensuales de inflación vayan subiendo en los próximos meses.

Las opciones de política monetaria no se circunscriben simplemente a mantener o aumentar la tasa de instancia, sino más bien a cuándo y en cuánto subir esa tasa. Con relación al cuándo, las opciones son hacerlo en esta reunión o en la próxima del 16 de marzo. Respecto del cuánto, las opciones parecen ser 25 y 50 puntos base. La ventaja de subir ahora la tasa de instancia radica en el efecto señal de una política preventiva, que se adelanta a los hechos, lo cual permite enfrentar el ambiente más permisivo a que se hacía mención y aminora el riesgo de desanclaje de expectativas. Al contrario, la espera de tres semanas más podría tener el beneficio de contar con algo más de información respecto de indicadores de actividad económica del primer trimestre y de desarrollos en los mercados mundiales del petróleo. Desde un punto de vista del efecto sobre la tasa de inflación (o sobre el crecimiento), no hay mayores diferencias entre ambas opciones. La ventaja de subir 25 puntos base estriba en que es un ajuste leve, coherente con el carácter preventivo que se le quería dar a este cambio. La opción de un aumento de 50 puntos base podría justificarse si se anuncia como un paso rápido y sustancial a una instancia más neutral, dando a entender que la tasa de 6,5% que el mercado y los analistas consideran neutral no es la que se pretende alcanzar necesariamente. Se querría así influir sobre las tasas de interés de largo plazo (para que se moderen algo más, lo cual le quita poder contractivo al aumento de la tasa de interés de instancia) y sobre el riesgo de que el mercado perciba una validación de las presiones de costo si la tasa de instancia no alcanza un 6,5% a fin de año.

Cualquiera sea la opción que se escoja, se requiere entregar una visión de mediano plazo de las políticas del Banco Central, puesto que lo que se decide hoy afecta la trayectoria de la economía en varios meses más y el foco es la meta rango de 2% a 4%, centrada en 3%.

III. ACUERDOS

En conformidad con lo expuesto anteriormente, se acordó mantener la actual tasa de interés de instancia monetaria, situada en 5,25% sobre la variación de la UF. Votaron por elevar la tasa de interés en 0,25% los Consejeros señora María Elena Ovalle y señor Jorge Desormeaux; votaron por mantenerla el Presidente señor Massad (cuyo voto es dirimente) y el Vicepresidente señor Marshall.

Adicionalmente, se acordó el siguiente texto para el comunicado de prensa:

"En el día de hoy, el Consejo del Banco Central realizó su reunión mensual de política monetaria, en la cual se hizo un detallado análisis de la evolución de la coyuntura en las últimas semanas y de las perspectivas para los próximos 24 meses.

Los antecedentes disponibles desde la reunión de enero pasado ponen de relieve las consecuencias que tendrán, sobre el nivel de precios, las presiones de costos que se derivan del aumento en el precio interno de los combustibles. Asimismo, los efectos sobre el nivel de precios derivados de los aumentos ya realizados (y otros potenciales) en las tarifas de la locomoción colectiva y del transporte en general, podrían superar lo estimado con anterioridad, de mantenerse los actuales precios internacionales de los combustibles y dependiendo de las negociaciones en marcha.

Con todo, aunque estas presiones de costos, entre otras, implicarán un aumento mayor del nivel de precios durante el presente año, la trayectoria previsible de esta variable señala que esto es una situación transitoria. A ello colaboran un dinamismo de la demanda interna que hasta el momento se perfila acotado dentro de márgenes previstos y una evolución moderada de las expectativas luego de la corrección al alza de la tasa de instancia de enero pasado.

Por esta razón, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5,25%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados. Sin embargo, al mismo tiempo el Consejo estima apropiado señalar que los aumentos en el nivel de precios originados en presiones de costos serán acompañados por una política monetaria más estricta en la medida en que estas presiones, u otras, pongan en riesgo, en el mediano plazo, la consecución de la meta de inflación. De este modo, se seguirá cuidadosamente la forma en que los aumentos puntuales en la tasa de inflación sean incorporados a las expectativas del mercado y a los mecanismos de ajuste de los precios administrados.

El Banco Central se mantendrá atento a la evolución de las perspectivas de la demanda interna, así como a los desarrollos en los mercados cambiario y financiero, tanto en Chile como en el exterior, considerando que la política monetaria mantiene todavía una posición expansiva."