

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 17 celebrada el 10 de abril de 2001

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 Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales)
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia)
Cecilia Navarro García (Jefe e Prosecretaría)

1. ACUERDO : Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria desde UF+4,0% a UF+3,75.
2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente a abril de 2001.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios sobre la base del informe mensual correspondiente a abril de 2001:

Puntos Destacados

- Finalizado el primer trimestre del año, la inflación se ubicó dentro del rango meta, con un 3,5% a marzo. La inflación IPCX también mostró una trayectoria declinante, situándose en 2,5% hacia fines del primer trimestre. La inflación IPC se mantendría en torno a estos niveles durante los próximos meses. La inflación subyacente presentaría un incremento gradual hasta niveles de 3% durante el tercer trimestre del 2001.
- Factores distintos al precio del petróleo han influido en el aumento del precio de los combustibles, como por ejemplo, la estacionalidad del hemisferio norte, que ha afectado los precios de las gasolinas, los cuales tendrían efecto en la inflación de abril y también en un

posible aumento de las tarifas de la locomoción colectiva en el curso del segundo trimestre.

- Las perspectivas de crecimiento para la actividad del primer semestre de este año se encuentran cerca de 4% anual, trayectoria que se asocia fundamentalmente a lo que ha sido el comportamiento de la industria, así como al escaso dinamismo del consumo y la acumulación de existencias. Detrás de este comportamiento del consumo, se puede mencionar la poca capacidad de creación de empleo que persiste en la economía.
- Más hacia adelante, las perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo inciertas, principalmente debido a la incertidumbre del comportamiento de la economía de Estados Unidos (EE.UU.) y respecto del desempeño de algunas economías emergentes. No es descartable que persista la corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial, tal como ha sido la tónica durante este año.
- En relación con los precios de las principales exportaciones, en el caso del cobre el precio se ha ubicado por debajo de los 80 centavos de dólar la libra (BML), influenciado por perspectivas de menor dinamismo en la demanda mundial y también por el repunte en el nivel de los inventarios del metal. En cuanto al precio del petróleo, las perspectivas son similares a las de meses anteriores, con un promedio de US\$ 25 el barril para este año, y US\$23 el barril para el año 2002.
- Se prevé que la Reserva Federal de EE.UU. reduzca su tasa de interés de política nuevamente durante el segundo trimestre del presente año, en unos 25 a 50 puntos base. En lo que queda del año no se descartan reducciones adicionales. En cuanto a la zona euro, aún no se han producido disminuciones en la tasa de interés debido aparentemente a la persistencia de la inflación en niveles relativamente elevados.
- Desde principio de año, las turbulencias financieras externas han provocado un incremento en los *spreads* soberanos de la mayoría de las economías emergentes, pero en el caso de Chile se ha observado una trayectoria opuesta. En efecto, el premio soberano oscila en la actualidad en torno a los 180 puntos base, valor que está por debajo de los niveles que se observaron a fines del 2000 y a principios de este año.
- Durante el primer bimestre las ventas del comercio mostraron una leve reversión de la tendencia creciente registrada durante el segundo semestre del año pasado. A su vez, los otros indicadores de consumo también muestran una tendencia relativamente plana, con importaciones de consumo con un leve repunte durante los primeros meses del 2001, mientras que las ventas de automóviles nuevos se mantienen estables en niveles por debajo de los verificados durante 2000.
- Este comportamiento aletargado del consumo revela la persistencia de la desocupación en niveles elevados, junto a una caída fuerte de la tasa de participación. Estos dos antecedentes revelan la poca capacidad de creación de empleo de la economía a nivel agregado. En todo caso, a nivel sectorial la situación es algo más heterogénea, porque mientras el empleo industrial sigue cayendo, la ocupación en la construcción viene creciendo sostenidamente desde principios del año pasado. Este último factor puede estar influenciado por políticas de gobierno y por el adelantamiento de obras públicas.
- Una nota alentadora en el margen es la leve mejoría en marzo en las expectativas de los consumidores, después de tres trimestres consecutivos de indicadores declinantes.

- Respecto del mercado inmobiliario, las ventas de vivienda siguen creciendo, no obstante la Cámara Chilena de la Construcción ha reducido sus proyecciones de crecimiento para este año, a pesar de las mejores condiciones de crédito en el mercado hipotecario. Los componentes no habitacionales de la inversión durante el primer trimestre de este año muestran un comportamiento algo menos dinámico después de crecer sostenidamente durante el año 2000.
- En relación con los mercados financieros, las tasas de interés de licitación de los instrumentos del Banco Central han evolucionado en forma consistente con la tasa de interés de política monetaria. De igual forma, la tasa de interés de largo plazo ha denotado una trayectoria a la baja, lo que también se puede asociar a la reducción en la tasa externa real relevante y a la caída que el premio soberano ha experimentado desde fines del año pasado.
- En la actualidad el mercado espera una reducción de 25 puntos base de la tasa de interés de política monetaria durante el segundo trimestre, lo cual también se aprecia en los precios de activos financieros extraídos de la curva *forward*.
- En el mercado cambiario se ha observado un comportamiento bastante volátil del tipo de cambio nominal en el último tiempo. Los antecedentes extraídos de la encuesta de expectativas y de los mercados futuros, muestran valores para el tipo de cambio en torno a \$620 por dólar hacia fines del año 2002.
- Por su parte, los agregados monetarios de corto plazo muestran una recuperación fuerte en marzo, debido, en parte, a la caída de las tasas de interés nominales. Los agregados más amplios se mantienen estables.
- Hoy día las expectativas privadas que se deducen de la encuesta de expectativas, entregan un escenario macroeconómico algo más negativo al del Informe de Política Monetaria de enero. El crecimiento económico proyectado en promedio por los analistas se sitúa en 4,3% para este año, en tanto que para 2002 sería de 5%. La corrección a la baja de estas medidas de crecimiento se asocia con el desempeño de la economía durante el primer y segundo trimestre de este año.
- Respecto de la inflación, las expectativas se encuentran alineadas con el centro del rango meta. En el caso de la inflación del IPC para fines de este año, se espera un 3,1% y 3% a fines del próximo año, mientras que las expectativas de inflación del IPCX se ubican en el centro del rango meta definido durante los mismos períodos.

A continuación los participantes de la reunión analizan las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

- En el plano internacional se hace notar que en las últimas semanas la percepción de riesgo del escenario en EE.UU. ha tendido a disminuir, pues las proyecciones de crecimiento han convergido más hacia una cifra en torno a 1,5%. Incluso algunos bancos de inversión, que habían estimado una reducción de las cifras de crecimiento para este año, recientemente las han revisado hacia el alza, lo cual contrasta con lo que había estado ocurriendo en los últimos meses. En contrapartida, se indica que existen percepciones de crecimiento algo más lento para Europa, manteniéndose latente el riesgo regional. A lo anterior se adiciona la expectativa de menores términos de intercambio, principalmente debido a la disminución del precio del cobre.
- En el contexto del riesgo, se destaca que Chile ha permanecido diferenciado del resto de las economías de la región, lo cual se verifica en el *spread* soberano que se mantiene en niveles

del orden de 180 puntos base. Tal como se ha enfatizado, este indicador ha tendido a moverse más en línea con los bonos de EE.UU. de igual categoría de riesgo que con el EMBI de los países de América Latina. Es decir, los inversionistas extranjeros ven a Chile como una economía distinta, claramente diferenciada. Desde ese punto de vista, el contagio financiero de una eventual devaluación en algunos países de la región no debería ser importante y en cuanto al efecto comercial, éste resulta bastante marginal.

- Por lo tanto, desde la perspectiva externa, el panorama inflacionario de la economía chilena se presenta bastante acotado e incluso con perspectivas a la baja. A lo anterior se adicionan las cifras de crecimiento del gasto y de la actividad, las cuales apuntan en la misma dirección en términos de inflación.
- Sin embargo, se señala que hay varias formas de incertidumbre, dentro de las cuales dos de las más importantes son: 1) cuáles son los efectos de las reducciones en las tasas de interés de política monetaria que se han llevado a cabo anteriormente sobre el gasto interno, fundamentalmente sobre la inversión y la construcción; y 2) cuáles son los potenciales riesgos de la inestabilidad económica en determinados países de la región, y en particular sus efectos sobre el tipo de cambio.
- Uno de los participantes en la reunión manifiesta que el cuadro que se ha presentado, de proyecciones de la economía mundial y desarrollo interno, tiene riesgos que están principalmente sesgados hacia el lado negativo. Ciertamente, hay cifras que muestran un desarrollo positivo, pero no en términos de observar una expansión rápida de la demanda agregada, desde el punto de vista de la inversión o de los consumidores, lo que se ve poco factible.
- En cuanto a la inflación, se indica que no han aparecido riesgos ni evidencias de traspaso del tipo de cambio a precios, por lo que se considera que puede aún existir espacio para una política monetaria más expansiva. Se indica que si el diagnóstico resultara equivocado, y en definitiva se obtuviera una reactivación más rápida de la demanda y un incremento de las presiones inflacionarias, existe el convencimiento que, tal como el tipo de cambio ha reaccionado al alza en un período de debilitamiento de las expectativas, también reaccionaría a la baja en un período de fortalecimiento de las mismas.
- En efecto, a medida que se han reducido las tasas de interés, el mercado ha ido ajustando el tipo de cambio de acuerdo a estos movimientos y, por ende, si en el futuro hubiese un fortalecimiento de la demanda agregada, las tasas internas van a comenzar a subir y el tipo de cambio a descender, ajustándose a la baja los riesgos inflacionarios.
- Otro elemento importante que se adiciona a lo anterior, es la significativa reversión del *shock* petrolero que afectó a la economía chilena durante el año 2000 y hasta febrero de este año. Se cree que esa reversión se ha completado con los antecedentes que se han tenido a la vista hasta la fecha y no se anticipan precios del petróleo por sobre US\$30 el barril. Adicionalmente, la existencia de una banda preanunciada para precios del barril de petróleo de entre US\$23 y US\$28, da bastante tranquilidad sobre la evolución del IPC efectivo. Se señala, además, que hay otro elemento que no se ha mencionado, referido al efecto ingreso negativo que tiene el menor precio del cobre, al menos sobre el Fisco y la pequeña y mediana minería privada, elementos también a considerar ante una decisión de política monetaria.
- Otro asistente a la reunión, acota que en la actualidad los precios de los activos financieros anticipan una leve reducción de la tasa de interés de política monetaria, por lo que el tipo de cambio también tiene incorporada esa trayectoria. Existe además otro elemento a considerar, que tiene relación con la trayectoria que tendrá la tasa de interés en EE.UU.. Si bien todavía eso es una incógnita, la percepción general de los inversionistas y agentes es que la Reserva Federal reducirá la tasa en 50 puntos base. Eventualmente, si es que la reducción es menor, las tasas de interés van a continuar disminuyendo y ajustándose gradualmente en esa dirección, lo que abre un espacio de mayor holgura para la política monetaria interna.

- De la exposición realizada, uno de los asistentes desprende que hay algunos indicadores que evolucionan favorablemente revirtiendo las tendencias negativas observadas hace algún tiempo. Dentro de éstos destacan las ventas de automóviles, las mejores expectativas de los consumidores, algunos indicadores de la construcción y los agregados monetarios de corto plazo. Al mismo tiempo, se manifiesta que otros indicadores se mueven en la dirección contraria, tales como el sector externo; el riesgo inminente de Argentina; las cifras de empleo que no muestran ninguna recuperación y por el contrario, parecen anunciar un deterioro adicional en los próximos meses. De este modo se indica que existe un conjunto de síntomas que apuntan en todas las direcciones, lo cual hace bastante difícil adoptar una visión muy definitiva y clara en materia de tasas de interés. Se destaca, en todo caso, que la inflación es uno de los elementos que no presenta mayores riesgos en el corto y mediano plazo.

Opciones

- Desde la reunión de política monetaria de marzo se ha afianzado gradualmente un escenario de presiones inflacionarias contenidas e inferiores a las previstas en enero, al menos para el corto plazo. Ello ha ido *pari passu* con el empeoramiento en las perspectivas de crecimiento de la actividad económica, a su vez resultado de una situación externa más difícil y del estancamiento del gasto en consumo.
- En la elaboración de escenarios futuros para la inflación y crecimiento, se destacan dos de esos escenarios como más relevantes. En primer lugar, el que hasta ahora aparece como escenario base, construido a partir de las opiniones y supuestos recogidos en el cuestionario de fines de marzo sobre las variables más importantes que afectan la trayectoria futura de la inflación. De acuerdo a este escenario, la inflación se estacionará en torno a 3,5% durante este año para descender hasta 3% en el curso de 2002, en tanto la actividad económica recuperaría una velocidad mayor de crecimiento, como resultado del estímulo proveniente de la política monetaria, hasta cifras en torno a 5% anual promedio.
- En segundo término, existe un escenario alternativo que asigna una alta ponderación a la información más reciente sobre actividad e inflación. Dado que esta información es en promedio negativa y da cuenta de un estancamiento en la demanda interna, junto a una velocidad de crecimiento menor a 3% anual para la actividad económica, en este escenario alternativo la inflación sigue una trayectoria descendente hasta caer por debajo de 3% en 2002, mientras que el crecimiento sube con dificultad por encima de 4% anual en 2002. Tales proyecciones reconocen un efecto muy menor de la actual política monetaria expansiva sobre actividad y precios.
- Las expectativas de mercado con relación a inflación, crecimiento, tasas de interés y tipo de cambio son coherentes con un escenario intermedio entre los dos anteriores, con un crecimiento promedio de 4,6% entre 2001 y 2002, una inflación en torno a 3% desde el presente año, y tasas de interés que, en el corto plazo, están por debajo de la actual tasa de política monetaria en aproximadamente 25 puntos base, para ajustarse al alza lentamente en los siguientes trimestres. Es muy probable que el ambiente pesimista existente en la actualidad esté llevando al mercado a ponderar con más peso las últimas noticias negativas a la hora de proyectar el futuro de mediano plazo.
- En este contexto, las opciones de política monetaria son ***mantener o relajar***, y dentro de relajar, si hacerlo en 25 ó 50 puntos base. El mercado --encuesta de expectativas del Banco Central-- anticipa una reducción de 25 puntos base durante el presente trimestre, de modo que esa opción no causaría sorpresa. Asimismo, tampoco tendría un efecto sustancial sobre la trayectoria de la inflación, la que podría situarse levemente por encima de 3% a fines de 2002 de acuerdo al escenario base, debiendo tenerse presente que la mayor inflación es el resultado de una algo mayor expansión económica y de un peso ligeramente más depreciado.
- Este efecto inflacionario podría diluirse si la Reserva Federal baja agresivamente su tasa este

trimestre y más todavía si se manifiesta el escenario alternativo descrito anteriormente. En síntesis, no existe un gran riesgo en materia de inflación si se reduce hoy la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base. El riesgo es sólo un poco mayor si la reducción es de 50 puntos base. Lo único que podría mencionarse como factores, por ahora menores, de riesgo en un sentido contrario, son la fuerte recuperación de los agregados monetarios más líquidos en marzo y lo que va de abril (aunque hay factores puntuales que explican parte de este comportamiento) y el dinamismo del sector construcción.

- Existen, no obstante, consideraciones de tipo estratégico que es necesario tener en cuenta. En primer término, la situación externa es muy difusa y no es descartable una crisis mayor en países vecinos. Si esto ocurriera, existiría una presión importante sobre el peso que, de sostenerse, podría tener efectos sobre la inflación local. En este contexto la opción de **rebajar** la tasa de interés de política monetaria parece a primera vista más riesgosa que la de simplemente **mantener** el actual nivel. Sin embargo, una situación más grave en países vecinos es sólo una posibilidad y no una certeza y siempre será posible actuar con la política monetaria cuando ese evento se materialice. Además, lo que importa verdaderamente es que, de ocurrir ese evento, la tasa de política monetaria tenga la flexibilidad suficiente para reaccionar adecuadamente.
- Otra consideración estratégica se relaciona con el comportamiento de la tasa de interés de política de la Reserva Federal y la lectura que haga el mercado de la misma. Aunque una reducción de esa tasa está contemplada en las proyecciones, eso no es obstáculo para pensar en que, de materializarse, se generen presiones en el tipo de cambio y presiones a la baja sobre la tasa de interés de política monetaria.

Acuerdo

El Consejo, por unanimidad de los miembros, acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF+4,0% a UF+3,75%. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 25 puntos base.