

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 3 celebrada el 16 de marzo 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);
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: 03-01-000316

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

3. GERENCIA: División de Estudios.

4. POLITICA: Se sube la tasa de interés de política monetaria desde UF más 5,25% a 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 marzo de 2000, la cual se basa en el siguiente informe:

- En febrero último, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó una variación mensual de 0,6%, mientras que la inflación subyacente, que excluye del total aquellos bienes perecibles y los combustibles, se incrementó en 0,7%. Con estas variaciones, las tasas de crecimiento anual se situaron en 3,3% y 2,7%, respectivamente.

- Las remuneraciones nominales registraron durante enero tasas de variación en doce meses de 4,7%, medidas tanto como Remuneraciones por Hora como Costo de Mano de Obra. Asimismo, los salarios privados mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al de diciembre último, 3,7%. De acuerdo a estas cifras, se concluye que no se ha producido la moderación esperada en el ritmo de crecimiento del costo de la mano de obra, situación que resulta coherente con el mejoramiento que ha mostrado el empleo y con la acentuación de la recuperación de la productividad media del trabajo en los últimos trimestres.
- Para marzo se proyecta un incremento de la inflación asociado a los aumentos recientes de precios de los combustibles y del transporte colectivo, por lo que las mediciones de la inflación subyacente mostrarían un incremento menor. Estos antecedentes indicarían la inexistencia de señales claras de aceleración en la inflación, más allá de los efectos directos del incremento en el precio de los combustibles y del transporte público.
- Se indica que, en el plano internacional, las perspectivas de crecimiento para la economía mundial han continuado mejorando, aunque es probable que en la próxima reunión de la Reserva Federal (FED) se eleven las tasas de interés de los Estados Unidos de América (EE.UU.) y que esta acción sea seguida con incrementos similares en el Banco Central Europeo y en el Banco de Inglaterra.
- El recargo financiero sobre los bonos soberanos de Chile ha aumentado levemente en las últimas semanas, mientras que el recargo general a las economías emergentes ha tendido a disminuir. Un factor que puede haber influido en este sentido es la mejora en la clasificación de riesgo de la economía mexicana, restando oferta de financiamiento a otras economías emergentes ubicadas en un segmento de mercado similar, como es el caso de Chile.
- En los últimos días el precio del petróleo ha alcanzado niveles récord, en torno a los US\$30 el barril (brent), con un elevado grado de incertidumbre respecto de su trayectoria. Los precios de futuros y las proyecciones de analistas predicen que estos valores no son sostenibles en el mediano plazo y que el precio debiera presentar un descenso importante en el curso del presente año. De mantenerse los niveles actuales del precio del crudo, habría una caída en la proyección de crecimiento mundial.
- Las tasas de interés de mercado de corto plazo se ajustaron al alza, conforme la situación de liquidez en moneda nacional se fue normalizando una vez superado el *efecto milenio*. Las tasas de interés de largo plazo mantienen niveles similares e incluso levemente superiores a los de un mes atrás, lo que resta impulso a la demanda agregada, en tanto que el tipo de cambio presenta una disminución del orden de 2% entre mediados de febrero y principios de marzo, fluctuando en la actualidad en torno a \$505 por dólar. Esta trayectoria se explica en parte por el proceso de recuperación de la economía chilena y la mejoría prevista en el escenario mundial, elementos que generan fuerzas de apreciación sobre el peso. Sin embargo, la normalización de las importaciones y el aumento de las tasas de interés en el exterior debieran presionar por una depreciación cambiaria. También ha influido puntualmente en el valor del tipo de cambio (apreciándolo), el aumento importante de las tasas nominales de interés, luego del incremento de la inflación en febrero y el esperado para marzo.
- Los agregados monetarios más líquidos han mostrado una evolución más pausada en los meses recientes, reflejando la normalización en la demanda por dinero una vez superado el efecto *año 2000*. Sin embargo, el menor dinamismo del dinero trasciende este efecto transitorio, pues los agregados monetarios más amplios también han mostrado una evolución más lenta. El crédito al sector privado, por su parte, se ha mantenido estable o levemente decreciente.
- En conclusión, el comportamiento de los agregados financieros indica que la recuperación de la economía continúa avanzando, pero sin una aceleración significativa.
- Los precios de bienes transables muestran un descenso en los dos primeros meses del año 2000 y la evidencia de recuperación de márgenes de comercialización es aún leve. Los precios mayoristas también mostraron una disminución como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio.
- Respecto de los factores asociados a la oferta y demanda agregada, el gasto interno muestra señales de recuperación, con un crecimiento positivo desde diciembre último. Por su parte, las

exportaciones registran un elevado crecimiento, destacándose el comportamiento de los productos industriales, donde sobresale la recuperación de las ventas al exterior de celulosa y otros productos forestales. Las importaciones también muestran una trayectoria de aumento, pero descontando el efecto del mayor precio pagado por el petróleo y los combustibles, la recuperación es aún moderada.

- Los antecedentes conocidos de la política fiscal para 1999 indican que la evolución del gasto con impacto macroeconómico creció 5,7% durante el año, situándose el déficit fiscal en 1,5% del PIB. Para el año 2000 se mantiene la proyección de posición fiscal restrictiva, acorde con la Ley de Presupuesto aprobada.
- En relación con las perspectivas de crecimiento, se señala que existen factores que pudieran afectar su trayectoria en forma negativa, como sería el caso de una situación donde se mantuvieran los niveles actuales del precio del petróleo, pues se reduciría el crecimiento, tanto de la economía mundial como de la chilena (aunque éste sería sólo levemente). Asimismo, aún persiste el riesgo sobre el crecimiento futuro de la economía norteamericana, donde el potencial ajuste de la bolsa y/o la amenaza del FED de realizar correcciones más bruscas de su política monetaria son las fuentes principales de inquietud en los mercados.
- La proyección de la inflación que excluye los componentes asociados a transporte o combustibles, presenta una tendencia moderada de crecimiento durante el año 2000 y 2001. La trayectoria final dependerá de las correcciones futuras que se realicen sobre el Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEP) y del curso de los precios internacionales, además del resultado de la nueva y anticipada licitación de recorridos del transporte público en Santiago. Asimismo, la evolución de la demanda, con una aceleración acotada, y el fortalecimiento del peso respecto del dólar, favorecerán una evolución más pausada de los componentes del IPC subyacente. Estos elementos podrían contrarrestar el impacto inflacionario de un eventual deterioro de las expectativas inflacionarias del sector privado y el impacto de cláusulas de reajustabilidad automática presentes en algunos precios y salarios.
- La preocupación principal en el tema inflacionario corresponde a su incidencia de *segunda vuelta* sobre otros precios, tarifas, salarios y expectativas, los que pueden perpetuar el impulso inflacionario en el tiempo, más aún cuando las inflaciones anualizadas de mayor magnitud se producen en el segundo semestre del 2000 y el primer trimestre del 2001. Por su parte, el riesgo relacionado a la velocidad y aceleración de la recuperación de la demanda es menos relevante en la actualidad.
- 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.
- Respecto de los flujos de capitales, se plantea incorporar al análisis una perspectiva de escasas entradas de capitales para el total del año, las cuales han sido extraordinariamente bajas en lo que va corrido del 2000. Al respecto se informa que dentro de lo que son las proyecciones, se está suponiendo una menor necesidad de financiamiento por el lado de la demanda, en tanto que por el lado de la oferta desde el exterior, se está incorporado un *spread* de riesgo soberano sobre la deuda externa algo por sobre el de meses anteriores.
- Se manifiesta que si bien los combustibles han tendido a comportarse en el escenario más negativo de las estimaciones que se tenían a comienzos de año, las expectativas de los agentes se han mantenido acotadas. Esto es validado por la evolución de la inflación subyacente en la primera parte del año 2000, y del resto de los precios diferentes de combustibles, que han estado por debajo de lo esperado. Un segundo elemento de riesgo es una eventual expansión de la demanda agregada más allá de lo deseado, trayectoria que, a la luz de la información disponible, no se ha verificado, registrando tanto la actividad económica como la demanda agregada una trayectoria algo más pausada.
- Adicionalmente se indica que las dudas que existían previamente, respecto del curso de la política fiscal durante el año 2000 y 2001, se han ido despejando también en una dirección favorable. Sin embargo, plantea que en el único frente en que se mantienen los riesgos es en el escenario externo y sus repercusiones sobre la economía nacional.

- Como complemento a lo señalado anteriormente, se manifiesta que la evolución a la baja que ha tenido el tipo de cambio nominal ha estado influenciada por condiciones externas no del todo desfavorables. Por una parte, si bien es cierto que las expectativas de alza de las tasas de interés de corto plazo en EE.UU. y en Europa ya se han materializado, los resultados de la actividad económica y las expectativas de los agentes del mercado indicarían que no sería necesaria la aplicación de una política monetaria aún más contractiva. Además se ha observado que las tasas de interés de largo plazo, particularmente a 30 años y también en el rango que va de los 5 a 10 años, han sufrido reducciones importantes en EE.UU., lo cual entregaría un mensaje más favorable del plano externo a futuro.
- Respecto de los flujos de capitales de mediano y largo plazo, que muestran una situación de bastante escasez, se comparte lo expuesto por la División Estudios en relación con que se trata más bien de un *shock* de carácter interno, en el sentido que habiendo poca demanda de financiamiento llega poco financiamiento, lo cual sería otra evidencia de la situación de demanda agregada aún deprimida.
- En contraposición a lo indicado anteriormente, existe otra percepción basada en que las expectativas privadas de inflación han evolucionado en forma creciente, lo cual se desprende de la trayectoria al alza de las tasas de interés de mercado, tanto de corto como de largo plazo. Asimismo, se argumenta que la situación actual del tipo de cambio está vinculada también con los aumentos previstos de inflación, ya que el alza de las tasas de interés nominales hace más caro mantener posiciones en divisas y, por lo tanto, influye en cierta medida en la apreciación que ha tenido el peso en el último tiempo, lo que hace que estos movimientos sean considerados como transitorios, en la medida que el aumento de la inflación también lo sea.
- Complementando lo anterior, se señala que si bien es cierto que algunos riesgos se han ido minimizando con el correr de los meses, como la velocidad a la que se está recuperando la economía, la cual claramente no es explosiva, la dimensión del *shock* petrolero no es un tema menor. En efecto, el fenómeno actual del precio del crudo es de magnitud solamente comparable con el primer *shock* petrolero ocurrido durante el período 1973-1974, cuyo valor en el último año se ha más que triplicado, pasando desde US\$ 10 el barril a comienzos de 1999 a más de US\$ 30 el barril durante este mes. Al respecto se señala que la gran lección de política monetaria extraída de los años '70 y '80, cuando las tasas de interés no se ajustaron al alza frente a los *shocks* de oferta de esos años, fue la espiral de inflación que se provocó y terminó, como a comienzos del año 1980, requiriendo posteriormente ajustes monetarios de mayor magnitud.
- Obviamente no es objetivo de la política monetaria compensar el efecto de primera vuelta asociado al impacto del aumento del precio del petróleo, pero sí es su objetivo evitar, o minimizar al menos, los efectos indirectos o de segunda vuelta asociados a este fenómeno, y ahí estaría el principal riesgo que corre la situación actual de precios de la economía chilena.
- El conjunto de posibles riesgos inflacionarios asociados a efectos laterales o de expectativas, unido a la composición del gasto que se está observando, con un aumento del consumo relativamente acelerado sin un incremento de la tasa de inversión, hacen pensar que se está en una situación en que las tasas de interés están mostrando una relación entre sí que es la contraria de la que se quisiera mostrar, con una composición del gasto no del todo deseable. Por tal motivo, se argumenta que es muy importante despejar las dudas del mercado, respecto de las acciones futuras del Banco Central en materia de tasas de interés, de tal modo de ayudar a cerrar la distancia que existe entre las tasas de interés de corto y las de largo plazo que afecta la composición del gasto. Se considera que una acción en este sentido, contribuiría a mejorar los equilibrios macroeconómicos, a mejorar la composición de la demanda agregada y a dar una situación de mejor perspectiva en términos de producto potencial para los años próximos. De hecho, se argumenta que la falta de inversión que se ha observado en la actualidad está sin duda afectando la tasa de crecimiento del producto potencial.
- Si a lo anterior se agrega el efecto real del alza del precio del petróleo, se tiene un segundo efecto sobre el producto que afecta a la economía por el lado de la oferta, que complica el balance entre oferta y demanda agregada, manteniendo un cierto grado de potencial expansivo en la tasa de interés. De esta forma, se indica que el balance de riesgos sobre la inflación es más bien al alza, tanto por las expectativas del sector privado, como por los indicadores que

apuntan en esa dirección, elementos que pueden ser la base para afianzar expectativas de inflación crecientes hacia el futuro.

- En relación con el tema fiscal, se reafirma el compromiso que tiene el Gobierno por mantener una trayectoria del gasto extremadamente prudente. Como es de conocimiento público, existe el propósito por parte de la autoridad de no alterar el incremento del gasto público para el presente año contenido en la Ley de Presupuesto ya aprobada. En adelante, manifiesta que la política fiscal se fundamentará en una regla de recuperación de un superávit estructural de las cuentas públicas, equivalente al 1% del producto, el cual se mantendrá en el futuro. La consecución de este superávit estructural está estrechamente relacionada con la tasa de interés de equilibrio de largo plazo o tasa de interés de política monetaria neutral.
- Respecto de este tema, se argumenta que la historia de los últimos años ha llevado al mercado a pensar que la mezcla óptima de políticas ha sido de una política monetaria restrictiva y una política fiscal más expansiva. En consecuencia, se dice que se está en un momento clave en el que hay que convencer al mercado que efectivamente desde aquí para adelante la mezcla de políticas monetaria y fiscal va a ser diferente a lo conocido con anterioridad.

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

- La situación actual en materia inflacionaria y su trayectoria futura, tiene su origen claramente en las presiones de costos asociadas al aumento en los precios internacionales del petróleo y no a eventuales presiones inflacionarias que pudieron temerse a partir de una aceleración del crecimiento del gasto y del traspaso a precios de la depreciación del peso en la segunda mitad de 1999, las cuales representan por ahora una amenaza menor.
- En este contexto, existen algunos problemas y riesgos relevantes para la decisión de política monetaria. Por una parte, estaría el riesgo de efectos inflacionarios de segunda vuelta, asociado al aumento de la inflación por la retroalimentación por la vía de los mecanismos de indización de los precios administrados y salarios. A ello se sumaría un eventual efecto al alza en las expectativas de inflación, planteándose así un escenario de mayor inflación a futuro. Este riesgo se atenúa en una situación de alto desempleo y amplia capacidad instalada ociosa, pero puede incrementarse con una política monetaria expansiva. Por otra parte, existe el riesgo de pérdida de credibilidad del Banco Central, referida a un posible incumplimiento de la meta puntual de inflación para el presente año. Por último, estaría el riesgo de tasas de interés de mercado innecesariamente altas, desvirtuando parcialmente el carácter expansivo de la actual tasa de interés de política monetaria.
- Tomando en cuenta los riesgos descritos, las opciones de política monetaria son de *mantener o endurecer*, y dentro de esta última, si hacerlo levemente (25 puntos base) o algo más sustancialmente (50 puntos base). El riesgo de efectos de segunda vuelta de las presiones de costos hace recomendable subir la tasa de política monetaria como una forma de reforzar la posición preventiva que inició la política monetaria en enero pasado, considerando que la actual tasa de interés de política es aún expansiva. Sin embargo, la ausencia previsible de presiones de demanda y la moderación proyectada en la trayectoria del tipo de cambio harían por ahora innecesario un aumento mayor a 25 puntos base.
- Los restantes riesgos son más complejos de enfrentar únicamente con la decisión puntual de política monetaria a ser tomada en esta reunión. No obstante, la opción de subir la tasa de interés de política monetaria ahora es una señal poderosa en la dirección de apoyar el compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios aún en un contexto de presiones de costos. Menos directa es la relación entre subir la tasa de política ahora y afrontar el riesgo de seguir al mercado en una escalada de aumentos de tasas de interés.

ACUERDOS

En conformidad con lo expuesto anteriormente, se acordó subir la tasa de interés de política monetaria desde UF más 5,25% a UF más 5,5. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron en igual magnitud. Adicionalmente, se acordó el siguiente texto para el comunicado de prensa:

"El Consejo del Banco Central realizó, en el día de hoy, su reunión mensual de política monetaria en la cual se hizo un análisis de la evolución de la economía en las últimas semanas y de las perspectivas para los próximos 8 trimestres.

En este análisis, de acuerdo a los antecedentes disponibles desde la reunión de febrero pasado, se han incorporado las nuevas condiciones en los mercados internacionales de combustibles, anticipándose en la actualidad que la reducción de sus precios podría no darse con la intensidad y velocidad que se previó anteriormente. Aparte de su efecto directo, esto significa un mayor riesgo de propagación hacia la inflación interna, especialmente durante el presente año, aunque esta presión externa debiera ser, por su naturaleza, transitoria.

Asimismo, el perfil acotado que muestra la evolución de la demanda interna es un elemento importante para proyectar una disminución en la inflación el próximo año, a pesar de las presiones de costos transitorias mencionadas. Sin embargo, dichas presiones de todos modos constituyen un riesgo para la consecución de la meta de inflación de mediano plazo en cuanto pudiesen alimentar expectativas de mayor inflación que el Banco Central debe cuidar de no validar.

En el ánimo de actuar oportuna y anticipadamente para evitar que las presiones de costos tiendan a perpetuar innecesariamente sus efectos sobre la inflación, el Consejo resolvió incrementar en forma leve su tasa de política monetaria en 25 puntos base, esto es, desde UF más 5,25% a UF más 5,5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustarán en igual magnitud.

El Consejo estima necesario señalar que este cambio leve acerca en forma importante la tasa rectora a una posición más neutral, coherente con la recuperación prevista de la demanda interna en los próximos trimestres. De este modo, se espera que el grado de estímulo económico que provee la política monetaria no sea un factor que añada presiones a las que existen por la vía de los costos.

El Consejo cree apropiado destacar la importancia que se asigna en el análisis realizado a los anuncios de una política fiscal austera, elemento esencial para permitir una adecuada recuperación de la inversión y el consumo privado a través de una combinación más sana entre la política monetaria y la política fiscal en el futuro. En este contexto, conviene señalar que no se aprecian razones de momento que hagan necesarios nuevos aumentos en la tasa de política monetaria."