



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 16
DE POLITICA MONETARIA
celebrada el 15 de marzo de 2001

En Santiago de Chile, a 15 de marzo de 2001, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud, con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 14, celebrada el 20 de febrero de 2001, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta del Acta de la Sesión N° 13, celebrada el 18 de enero de 2001, la que se aprueba sin observaciones.



III. Minuta de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que entre los puntos destacados, lo más relevante es que la inflación anual del IPC alcanzó a 3,8% en febrero, bajo el tope del rango meta de 4% y con esto la inflación bordeará cerca del 4% el primer trimestre. A su vez, la inflación del IPCX, durante los próximos meses, estaría entre 2% y 3% anual.

Continúa la corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo. El precio del petróleo, en la última semana se ha ubicado en torno a US\$ 25 el barril y se continúa con la proyección realizada recientemente que es de un promedio de US\$ 26 el barril para este año.

En el ámbito interno se ha corregido a la baja la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año. En el mercado existen expectativas de una reducción adicional de tasas de interés de 25 puntos base, pero que probablemente están influenciadas por la incertidumbre sobre la decisión que la Reserva Federal adopte la próxima semana.

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

En febrero último, la inflación medida por el IPC alcanzó -0,3%, mientras que la inflación medida por IPCX fue de 0,0%, con lo cual las tasas de variación anual son de 3,8% y 2,7% respectivamente. Las mayores caídas se presentaron en los precios de los perecibles, vestuario y gas licuado que no se alcanzaron a compensar por los aumentos en la tarifa del metro y en los precios de los cigarrillos.

La inflación de los bienes transables mostró una reducción de 0,3% en el mes, por el efecto de los menores precios del vestuario y los combustibles. Los precios de los bienes durables continúan mostrando tasas de variación anuales negativas, aunque algo menores a las de los últimos meses -0,7% (-0,9% en enero, -1,4% en diciembre). Los no transables (IPC_N), al igual que el IPC e IPC_T, también descendieron 0,3% en el mes, con una variación en doce meses de 4,9%. La caída de la inflación anual, desde 6,0% a 4,9% se debe, en parte importante, a la desaparición de la base de comparación que incluye los aumentos de tarifas de transporte en el primer trimestre del año anterior.

Para marzo se espera un crecimiento mensual del IPC del orden de 0,4%. El principal factor a considerar son los reajustes de los servicios de educación. La incidencia de este ítem se estima en alrededor de 0,6%, principalmente determinado por mecanismos de indexación vinculados a la mayor inflación de 2000. Además, en marzo se observará la mitad de la incidencia correspondiente al descenso en la tarifa de la locomoción colectiva, aunque levemente aminorada por el aumento que debería regir para la tarifa del transporte escolar. Respecto de los combustibles, se espera estabilidad en los precios durante marzo. Así los descensos de febrero, que no fueron captados en la medición de la inflación de ese mes, serían registrados en marzo. Con todo, la inflación anual del IPC descendería a 3,4%. Con respecto del IPCX, la



BANCO CENTRAL DE CHILE

inflación esperada para marzo es de 0,6%, influida por los servicios de educación, con lo que la variación anual descendería a 2,5%-2,6%.

Con todo, y dependiendo del incremento final que muestre el IPC en marzo, la inflación medida en doce meses durante el primer trimestre debería ubicarse en 4,0% promedio, aunque con los registros de febrero y marzo debajo de 4%. Esto es inferior al 4,4% previsto en el Informe de enero.

Durante el mes de abril se espera una inflación del IPC en torno a 0,2%. Lo más relevante del mes es i) un probable aumento en la tarifa de la locomoción colectiva, por efecto de la depreciación del peso observada en marzo y ii) una caída en el precio de los combustibles. No se esperan variaciones significativas en los restantes precios. Esto es consistente con la encuesta de expectativas de marzo, la cual anticipa una inflación anual del IPC de 3,4% hacia mayo. El incremento anual del IPCX se mantendría entre 2,5% y 2,8% durante el segundo trimestre.

Las expectativas inflacionarias del sector privado para plazos más largos, según la más reciente encuesta de expectativas, se ubicaron en niveles inferiores a los de febrero, con un 3,2% hacia fines del presente año. Las expectativas de inflación para el 2002 anotaron un descenso de igual magnitud, pasando de 3,3% en febrero a 3,0% en marzo. Las expectativas sobre la inflación del IPCX están en 3,0% para este año, y 3,0% para el próximo. Estas cifras son también inferiores a las proyecciones contenidas en el Informe de enero. Al mismo tiempo, el premio pagado por papeles nominales versus reajustables a 1 año descendió desde un promedio de 3,7% en febrero a 3,5% en las dos primeras licitaciones de marzo.

II. Escenario Internacional

Las expectativas de crecimiento de la economía de Estados Unidos de América han sido ajustadas a la baja desde la última reunión de política monetaria, tal como lo señalan las últimas proyecciones de los bancos de inversión JP Morgan, Deutsche Bank y Goldman Sachs, y que sirven de indicador líder para Consensus Forecasts. La proyección promedio de estos bancos señala un crecimiento de la economía americana de 1,5% durante este año, lo que se compara con el previo 2,0% informado por ellos y Consensus Forecasts a comienzos de febrero. Con estas proyecciones el crecimiento mundial se situaría en 3,3%, inferior al 3,5% considerado el 20 de febrero y al 3,8% estimado en el Informe de enero.

Los últimos indicadores de coyuntura en Estados Unidos de América y las declaraciones de Alan Greenspan el pasado 28 de febrero, han fortalecido en el mercado la expectativa de un recorte de 50 puntos base en la reunión del próximo 20 de marzo, y de otros 50 puntos base durante el segundo trimestre. Esto, a pesar de que aún se mantiene dinámica la creación de empleo. Con todo, esta trayectoria de tasas está algo por debajo de la planteada en el Informe.

En relación con el precio del petróleo, el promedio de los últimos treinta días de los contratos futuros para el 2001 alcanza a US\$26 el barril, que es similar a la cifra disponible para la pasada reunión de política monetaria, de US\$25,7. Cabe mencionar que el precio spot mostró un ajuste a la baja desde febrero a la fecha, pasando desde

us\$
29



BANCO CENTRAL DE CHILE

niveles cercanos a US\$30 a comienzos de febrero a niveles de US\$26 a la fecha, con alguna volatilidad dado el aún bajo nivel de inventarios.

Los contratos futuros del precio del cobre arrojan un promedio de cUS\$82,3 por libra para este año, lo que se compara con cUS\$83,1 por libra disponible al 20 de febrero. Los analistas de mercado, sin embargo, esperan precios mayores debido a los bajos niveles de inventarios. Hoy se visualiza que la recuperación del precio del cobre probablemente será algo más lenta de lo previsto inicialmente, con lo que el precio durante el presente año promediaría cUS\$85, un centavo menos de lo previsto en la reunión pasada.

El spread soberano de Chile durante febrero fue de 183 puntos base en promedio. La disminución del premio por riesgo soberano respecto del mes anterior estuvo asociada a la activa respuesta de la Reserva Federal frente al deterioro del desempeño de la economía en Estados Unidos de América. La turbulencia generada por la crisis de Turquía, sin embargo, impulsó al alza el spread a fines de febrero, luego de haber alcanzado 175 puntos base. A ello se suman las turbulencias económicas y políticas en Argentina, que ha contribuido a mantener altos los spreads de bonos latinoamericanos. La estabilidad del precio del bono chileno permite avizorar una trayectoria de reducción hasta un promedio de 160 puntos base durante el año 2002, similar a lo previsto en febrero.

Las cifras a marzo indican un leve aumento de los flujos de capitales a economías emergentes y América Latina, en tanto los flujos estimados para Chile se han mantenido constantes. Sin embargo, el menor crecimiento de Estados Unidos, el movimiento a la baja esperado en las tasas de interés, junto con los menores premios soberanos, debieran ser anticipo de una situación más promisoría en términos de flujos de capitales hacia Chile. Así lo están mostrando los financiamientos esperados para el presente año, que a la fecha son mayores en un 15% respecto de los esperados a igual fecha del año 2000.

III. Mercados Financieros en Chile

La reducción de 75 puntos base desde la reunión de política monetaria del 18 de enero ha impactado de forma importante el resto de las tasas de mercado. Entre enero y lo que va corrido del mes de marzo la tasa del PRBC a 90 días ha disminuido 80 puntos base, ubicándose en torno a 3,9%. La tasa promedio de los PRC a 8 años pasó desde un 5,6% en enero a niveles en torno a 5,0% en lo que va corrido del mes de marzo, tras alcanzar un mínimo de 4,93% la semana anterior.

La evolución de las tasas de interés ha sido coherente con las expectativas privadas (resultado de la encuesta de expectativas). Así, para los próximos 3 meses se espera que la tasa de política monetaria se mantenga en 4,0% y que aumente 25 puntos base hacia fines del año 2001, para situarse en niveles de 4,75% durante el 2002. Para las tasas largas se espera que tengan aumentos graduales desde 5,0% a tres meses para finalizar en torno a 5,2% hacia fines de este año y en torno a 5,5% hacia fines del año 2002.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El recargo respecto del PRC8 años de las letras hipotecarias ha aumentado entre enero y marzo. Esto se debe a que la caída observada en la tasa de estos instrumentos ha sido significativamente menor, del orden de 25 puntos base, que la del PRC8. En tanto, el recargo del PRC8 años respecto de los bonos de empresas, si bien aumentó entre enero y febrero, se ha revertido parcialmente en lo que va corrido del mes de marzo. Con todo, las tasas hipotecarias se sitúan actualmente en 6,45% y la de los bonos de empresa en torno a 6,6%.

En febrero, los agregados monetarios más líquidos -circulante y dinero- presentaron comportamientos disímiles. Así, el dinero se mantuvo estable en términos mensuales reales desestacionalizados, en tanto que el circulante presentó una leve recuperación respecto del mes anterior. No obstante, ajustados por tasa de interés, ambos agregados muestran un leve deterioro. Por su parte, los agregados monetarios más amplios (M2A y M7) también presentaron comportamientos disímiles en términos de sus variaciones mensuales reales desestacionalizadas, observándose una leve disminución en el M2A y un estancamiento en el M7, lo que podría estar indicando un cambio de composición en la cartera de los agentes privados hacia instrumentos de mayor plazo. Cabe considerar que en lo que va corrido de marzo la totalidad de los agregados monetarios ha comenzado a mostrar una leve recuperación en relación a febrero.

Las colocaciones totales han mostrado un importante dinamismo en lo más reciente, motivado por las colocaciones hipotecarias en febrero y marzo. A ellas se añade un aumento de las colocaciones en moneda extranjera. El resto de las colocaciones muestra un comportamiento opuesto. Las de consumo siguen cayendo en enero, y las de empresas muestran una cierta desaceleración.

La información de tasas y de colocaciones revela que las decisiones de política monetaria están impactando el mercado de la vivienda, pero que aún no se observa un impacto sobre la disponibilidad de crédito de consumo.

Luego de la reunión de política monetaria del 18 de enero, el tipo de cambio inicialmente se apreció, producto probablemente de la importante reducción en ese momento del premio soberano. Posteriormente, se ha producido una sostenida depreciación, debido a acontecimientos externos, la deflación de febrero, la evolución del sector real y las decisiones de política monetaria. Hoy bordea los \$590 por dólar, lo que representa una depreciación de 5% respecto del promedio de febrero. En igual período, la depreciación ha sido algo menor tanto para el TCM (4,3%) como para el TCM5 (4,5%).

El mercado percibe que la depreciación reciente tiene un componente transitorio. Así, la encuesta de expectativas de marzo muestra que las expectativas de depreciación nominal durante el año 2001 y el año 2002 no superan el 1% para cada año, alcanzando a fines de 2001 valores en torno a \$595 por dólar y alrededor de \$601 por dólar a fines de 2002. Esta moderación también se manifiesta en la trayectoria de depreciación nominal que se deduce de los futuros, aunque en menor magnitud. Así, tanto para el horizonte de un año como de dos años, la depreciación implícita del peso respecto del dólar ha disminuido cerca de medio punto porcentual respecto a lo



BANCO CENTRAL DE CHILE

analizado en la reunión de política monetaria de febrero. Esto en algo compensa el mayor nivel del tipo de cambio desde esa fecha hasta ahora.

El diferencial entre el PRC a 8 años y la tasa externa real relevante (Bono reajutable de Estados Unidos de América a 10 años, ajustado por impuestos y premio soberano) ha continuado disminuyendo, bordeando actualmente $-0,5\%$. Este valor negativo es consistente con una trayectoria de apreciación para el tipo de cambio real.

Tomando en conjunto la información que proviene de la encuesta, los futuros y del diferencial de tasas de interés real, se puede concluir que, a partir del nivel actual del tipo de cambio real, el balance de riesgos se orienta hacia la apreciación.

IV. ACTIVIDAD, GASTO Y EMPLEO

Con la información de actividad económica de enero se han acumulado suficientes antecedentes como para modificar a la baja la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre, hasta niveles cercanos a $3,5\%$, respecto de lo considerado en el Informe de enero, de $4,8\%$. Con esto, ya son dos los trimestres durante los cuales el crecimiento ha ido por debajo de proyecciones previas. Para febrero y marzo se esperan crecimientos del IMACEC (en base 1986) de entre $3,0\%$ y $3,5\%$. Este resultado se ve influido por el menor dinamismo (relativo a enero) de las importaciones durante estos meses.

Más hacia adelante, las expectativas privadas se consolidan en torno a un 5% de crecimiento del PIB para el año, de forma similar a la encuesta de febrero. Para el año 2002, en tanto, la proyección de crecimiento de los analistas se reduce a $5,2\%$.

El impacto real de la desaceleración de la economía mundial sobre la actividad doméstica aún está por verse, por lo que los elementos que parecen estar motivando la revisión de las expectativas de crecimiento son de orden interno, y asociadas con el consumo. En efecto, la inversión aún presenta un comportamiento dinámico, con un crecimiento anual proyectado para el primer trimestre cercano a 8% . Éste se fundamenta ahora en una mayor expansión de la inversión habitacional, y no sólo en el componente de maquinaria y equipos y establecimientos comerciales. Por el contrario, la sostenida incapacidad de creación de empleo en el agregado sigue afectando de forma importante las expectativas de los hogares y el comportamiento del consumo privado.

Las cifras del trimestre móvil noviembre-enero 2001 confirman el estancamiento en el mercado laboral. Así, el empleo disminuyó en aproximadamente 14 mil personas en relación al trimestre móvil anterior, lo que corresponde completamente a destrucción de puestos de trabajos en el sector privado, es decir, excluyendo los programas municipales de empleo. Con ello, la tasa de desocupación nacional aumentó una décima, alcanzando un $8,4\%$. El impacto del menor empleo sobre la ocupación se ha visto atenuado por una reducción de la tasa de participación, la cual se redujo en 0,2 puntos porcentuales respecto del trimestre móvil anterior.

El menor empleo durante el trimestre móvil noviembre-enero está asociado a la evolución de importantes sectores en la economía. Por un lado, una moderación del



BANCO CENTRAL DE CHILE

crecimiento desestacionalizado de la construcción. De otro, la continuada caída del empleo en la industria y el comercio.

Durante enero de 2001 la aceleración de los salarios nominales reflejó el comportamiento de la inflación durante el segundo semestre del año pasado. Con ello, en términos reales, el índice de remuneraciones para el sector privado (INE) registró un crecimiento de 1% anual. En el caso de los servicios asociados al sector público, el índice real de remuneraciones se incrementó en 0,6% en relación con igual periodo de 2000.

La evolución del empleo durante este año, y por ende el consumo, estará determinada por una serie de elementos. En primer lugar, la consolidación del crecimiento de la ocupación en la construcción. En segundo lugar, el impacto del paquete de apoyo para la reprogramación de los pasivos de las PYMES en la industria y el comercio. Finalmente, el crecimiento del salario mínimo y los salarios promedio.

V. Perspectivas para la Inflación y el Crecimiento

Se ha consolidado el escenario alternativo de menores presiones inflacionarias, en parte debido a perspectivas de crecimiento económico más moderadas para este año y, quizás, el próximo.

Las principales fuentes de incertidumbre relacionadas con el crecimiento se encuentran tanto en el escenario internacional como en el ámbito interno. Respecto del primer punto, aún es una incógnita el real impacto de la desaceleración mundial, que por ahora no se manifiesta en el desempeño de los volúmenes exportados. Por otro lado, la evolución del consumo y de la confianza de los hogares sigue ligada a los vaivenes del mercado laboral.

En cuanto a la inflación, no se detectan fuentes de riesgo de mucha importancia más allá de la evolución de la economía real. Por una parte, la experiencia indica que escenarios alternativos para el petróleo no afectarían la trayectoria central de los precios. De otro lado, el grado de traspaso de depreciación a inflación y la dinámica de los márgenes están en parte condicionados al dinamismo del gasto y la actividad. Finalmente, las expectativas de inflación se encuentran hoy firmemente ancladas en la meta, e incluso por debajo de las proyecciones del último Informe.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

El Vicepresidente señor Marshall señala que en los modelos del Banco, se ha revisado hacia abajo la tasa neutral, lo que implica que ésta se corrige en un determinado momento por la sola disposición del Banco, lo cual significa lo siguiente. Se pregunta qué pasa si la tasa neutral, por ejemplo, en el primer trimestre de este año cayó en un punto y el modelo lo corren con una tasa neutral un punto más abajo: resulta que no se tiene ningún recurso monetario adicional. Dado que se ha ido revisando hacia abajo, lo lógico sería suponer que la tasa neutral había caído mucho antes de su revisión. Si la tasa neutral había caído mucho antes, quiere decir que el impulso monetario que se ha estado introduciendo en la economía, es mucho menor del que se había considerado. O sea, dice, ésta es una economía que se cree



que tiene un impulso monetario mayor porque la tasa se va bajando, pero por ese factor, la verdad es que se podría cometer un sesgo y por tanto, que ese impulso sea menor.

No sabe, dice, si esto tiene sentido ni cómo comprobarlo, pero fue a propósito del cuestionario en que pensando cuál iba a ser el impulso de las medidas recientes de bajar la tasa en un punto completo, si al mismo tiempo en el modelo se iba a estar bajando la tasa neutral, esas operaciones se compensaban.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que éste es un tema que lo han operacionalizado de esa forma debido a que la estructura del modelo que se tiene en la actualidad, no permite capturar la desviación endógena de las tasas de largo plazo. Explica que lo que tienen hoy es más bien la determinación de la dinámica de las tasas hacia el nivel de largo plazo, el nivel de largo plazo de las tasas de interés no lo tienen endogenizado. Esa es una primera consideración. Señala que en la práctica lo han introducido vía mover la tasa neutral.

En términos conceptuales, manifiesta que se podría decir que la tasa neutral o de equilibrio está asociada con el crecimiento potencial de la economía. Un crecimiento potencial menor se asocia también con una tasa real de equilibrio más baja, por lo tanto, estas reducciones a la baja de la tasa neutral, también han ido asociadas a proyecciones de crecimiento más bajas, no han sido dos fenómenos separados.

El Presidente opina que les falta un paso en el análisis y consulta cómo se pasa del potencial a la proyección de crecimiento. Responde el señor García que justamente la diferencia del crecimiento de la economía respecto a su nivel potencial tiene que ver con el impulso monetario que está relacionado con la diferencia de tasa actual de política y la tasa neutral.

El señor Massad no está de acuerdo con esa explicación.

El Gerente de la División de Estudios, señor Morandé, agrega que los modelos del Banco anclan en el mediano plazo el crecimiento efectivo en el crecimiento potencial. En el fondo, en el mediano plazo se supone que la brecha del producto es 0, entonces es clave lo que se suponga del crecimiento potencial de la economía para ver dónde se va a anclar el crecimiento efectivo de aquí a dos años, para ver dónde está la brecha de aquí a dos años y también para ver la tasa de interés neutral.

Agrega el señor García que este supuesto de "crecimiento potencial", más bien se refiere al crecimiento posible máximo en los próximos dos años, no es una visión estructural de la potencialidad de crecimiento de la economía a largo plazo, sino que está anclado en el largo plazo. Se refiere a la incapacidad de creación de empleo y el impacto de eso sobre el consumo, señalando que ése ha sido el fenómeno principal que los ha llevado a modificar a la baja las presiones que se viven en cada momento y a su vez, las tasas de equilibrio o las tasas neutrales. Ese fenómeno que no se tiene capturado en forma precisa en los modelos de proyección es lo que los ha llevado a modificar a la baja la proyección de crecimiento y por ende, la tasa neutral.

El Presidente señala que hay un elemento también importante para juzgar que es lo que está pasando con el grado de efectividad de la política monetaria, que es el perfil de la curva forward y ése evidentemente se ha hecho más levantado, ha aumentado el grado de



BANCO CENTRAL DE CHILE

impulso de la política monetaria. Comenta que eso no da una magnitud muy precisa, pero, por lo menos, se sabe que la dirección es correcta, o sea, se sabe que la política que se tiene ahora, es más impulsiva que la que se tenía antes de la baja, en la medida que la curva forward se hizo más inclinada.

Agrega el señor Morandé que hay que considerar que el impulso no viene sólo por la relación de tasas de interés, sino que además por efectos sobre el tipo de cambio y lo que ha ocurrido en los últimos años era una apreciación sostenida del peso, de modo que hay ahí un estímulo, por lo menos, a la demanda de productos transables que hay que considerar también como parte del mismo paquete de la política monetaria y también refleja que ha sido estimulativa.

El Gerente de la División Internacional, don Esteban Jadresic, precisando un poco más lo que dijo el Presidente respecto a la curva forward y su utilidad para medir el impulso de la política monetaria, señala que en ausencia de modelos de determinación de la tasa neutral de largo plazo, un referente útil es mirar la tasa de largo plazo que el mercado considera va a prevalecer en el futuro. Si se toma eso como referencia, indudablemente que la tasa de corto plazo está por debajo de la de largo plazo, sería una tasa relativamente expansiva. En ese sentido es interesante comparar la diferencia del caso chileno con el caso del de Estados Unidos de América, en el cual la tasa de política hoy día sigue estando por encima de la tasa de largo plazo, e incluso de la que se prevé para los próximos meses. Desde esa perspectiva, se podría decir que incluso la tasa de política en Estados Unidos, actualmente es relativamente contractiva, si bien las expectativas son que va a bajar.

Interviene el señor Vicepresidente diciendo que si el mercado hoy día cree que la tasa de largo plazo es de 5,2%, mientras que aquí se estuvo todo el segundo semestre del año pasado con tasas de 5% y en promedio sobre 5,2% - 5,3%, quiere decir que durante todo ese período no se fue expansivo. En base a lo que ha dicho el señor Jadresic, manifiesta el señor Marshall que durante gran parte del año pasado se fue menos expansivo de lo que se pensó. Para efectos del modelo, señala que ellos mismos se sorprenden de por qué sus proyecciones se han ido quedando cortas. A su juicio, una explicación posible es que, dado el cambio del parámetro de la tasa neutral de la economía, que es una tasa de equilibrio y no se conoce, posiblemente lo que se está estimando en el modelo como un impulso monetario, en realidad, es menor.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, manifiesta que hay otro factor que también ha estado presente el último año y que se refiere a qué es lo que se considera que es la tasa real. Señala que aquí no se está hablando de la tasa real, sino que se está hablando del premio sobre la UF y resulta que durante el año 2000 la UF ha estado casi tres puntos por encima de lo que ha sido el crecimiento del resto de los precios que estaría representado por el IPCX, o sea, ha habido una tasa relativamente más alta para la mayoría de los sectores, medida en términos del deflactor del PIB, porque el consumo tiene tres puntos adicionales que son relevantes para los distribuidores de petróleo o para los dueños de microbuses.

Interviene el señor Presidente diciendo que la forma en que esos precios aparecen en el IPC es ponderado por la importancia relativa que tienen en el consumo, o sea que, cuando se dice que se están reflejando en el IPC y la UF, de hecho lo que se está haciendo es reflejar la parte de aquellos precios que se expresó en la composición del consumo de la gente, o sea, no es tan correcto el argumento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Continúa el señor Herrera señalando que la contraparte de esto es que hacia adelante, las tasas nominales van a ser bastante más bajas. En términos del IPC, con bajas del petróleo, posiblemente la tasa relevante va a ser de 1%, por lo que sumado con una tasa real de 4% actual, se van a lograr tasas de interés de 5%. En términos nominales, para muchos de esos productores, ahora las tasas van a parecer bastante más expansivas de lo que fueron el año anterior, por lo que ahí también puede haber otro factor que podría ser relevante hacia adelante.

Agrega que la tasa de equilibrio no es un concepto que se pueda leer en alguna parte y depende de las expectativas que existen en ese momento del tiempo. Si hay expectativas de crecimiento de la economía de 7%, la tasa que es coherente con eso tiene que ser algo alrededor de lo mismo, porque de lo contrario los proyectos generan flujos mucho más rápido de lo que crece el pago de interés y cuando el mercado se convence de lo contrario, bajan las tasas de largo plazo. Cree que es un ejercicio ex-post para ver dónde se han equivocado, pero ex-ante no cree que haya mucha solución.

El señor García, reafirmando lo anterior, señala que el ajuste de la tasa neutral es producto de que no se han dado cuenta de que el impulso monetario ha sido menor de lo esperado en ese momento. Si a principios del año 2000 se hubiese pensado que con tasas de 4% la economía crecía, la visión del dinamismo de la economía en ese momento era muy distinta a la que existe ahora y justamente la consecuencia de eso es que para efectos de proyección, se ha tenido que ajustar a la baja la tasa neutral. Es lo mismo que ha ocurrido con el tipo de cambio de equilibrio que hoy día está más arriba de lo que se pensaba a principios del año 2000, producto de que también es una de las variables que se relaciona con la tasa de interés y con el crecimiento de la economía.

El señor Herrera plantea otro punto que, a su juicio, está en alguna medida relacionado con lo anterior. Es el tema de costos labores y productividad y empleo. Cree que por ahí está el puzzle más grande de esta coyuntura y el mismo argumento que se aplicaba antes para efectos de qué es lo que se está usando para deflactar los salarios. El mismo argumento del IPC y deflactor del producto, también es relevante para los salarios. En esos términos, los salarios reales han estado aumentando más rápido de lo que se mide a través del IPC.

También se refiere al incremento de productividad que se está registrando en el sector de la industria. Sugiere hacer, más adelante, una exploración más detallada de dónde están radicados esos aumentos de productividad, por sectores, dentro de la industria, para ver si hay una base real o se está frente a algo más bien estadístico. Señala que la contraparte de eso, no habiendo aumento de empleo, probablemente debería ser que también se estuviera viendo otros mercados reflejando esos aumentos de productividad, en términos de mayores utilidades de las empresas o en términos de mejoras de los resultados de las empresas de la Bolsa y no le parece que ése sea el ambiente que se está viendo. Cree que ahí puede haber algo que vale la pena observar, con la perspectiva de que quizás los aumentos de productividad no son tales, sino que son más bien un accidente estadístico o meramente un asunto de recomposición del producto.

Interviene el señor Morandé diciendo que también podría ser que lo que está ocurriendo es que los resultados de las empresas sean más malos, más que un aumento en sus utilidades o una mejora en el precio de las acciones. Es decir, si no toman estas acciones de reducir personal y aumentar productividad, los resultados serían peores de lo que han sido.

usd
fg



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente manifiesta que tiene la clara sensación de que estamos en un momento de mucha incertidumbre internacional. Señala que la volatilidad que se ve en los mercados es persistente y alta y eso implica un riesgo de moverse en cualquier dirección en cualquier momento. Pero frente a eso que podría complicar mucho la vida, estamos en la mejor posición posible con el conjunto de políticas económicas que se están manejando. Existe una política fiscal que tiene introducida en sí misma algunos factores anticíclicos, en lugar de procíclicos como era en el pasado; hay una política monetaria basada en una meta de inflación que es un rango y existe una política cambiaria de flotación libre. Ese conjunto de políticas, le parece es el mejor que se pudiera tener para enfrentar las incertidumbres que se aproximan. Cree que estamos bien equipados para enfrentar esas incertidumbres con el instrumental de políticas, aparte de que, en lo fundamental, la economía chilena está bien. Piensa que es un punto para resaltar el de que las bases de la economía chilena están muy bien en todos los puntos que cuentan.

Agrega el señor Massad que la forma de mirar este conjunto de políticas que hay ahora, permite incluso suavizar algunos errores que se pudieran cometer. Si se cometiera un error en la tasa de interés, se suaviza por la vía del tipo de cambio y viceversa, de modo que aún cuando se pudiera cometer algunos errores dentro de ciertos márgenes, el sistema actual permite correcciones automáticas de esos errores, porque se van compensando entre instrumentos y entre mercados, de modo que se puede mirar con relativa confianza un futuro bastante incierto, gracias a este conjunto de políticas. Lo que sí se ha mantenido siempre es la visión de flexibilidad en el uso de las políticas para aprovechar todo su potencial. Cree que como reflexión de mediano plazo, vale la pena tener confianza en las propias políticas, pues se está en condiciones, no de eliminar todo daño, pero sí de minimizar los daños a nuestra economía de las incertidumbres que puedan existir afuera.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

El señor Morandé señala lo siguiente:

El conjunto de antecedentes que tuvo en consideración el Consejo el 2 de marzo pasado para decidir bajar la tasa de política en 50 puntos base en forma sorpresiva, confirmó que se ha ido consolidando el escenario alternativo de menor inflación y más reducido crecimiento que contemplaba el Informe de Política Monetaria de enero. Los elementos centrales en aquella ocasión fueron una nueva revisión a la baja en el crecimiento proyectado para la economía mundial, una manifiesta tendencia negativa en los indicadores internos de consumo, una abrupta caída en la inflación anual registrada a febrero y proyectable para todo el primer semestre, y una relativa estabilidad del precio del petróleo, tanto spot como a futuro, en niveles similares a los tenidos en cuenta en enero.

Con la escasa información adicional acumulada desde el 2 de marzo hasta ahora, ese diagnóstico se ha confirmado. La reacción de los mercados financieros y las expectativas de los analistas y operadores de mercado han validado plenamente esa decisión por medio de una reducción sustantiva de toda la estructura de tasas de interés y la proyección de una política monetaria estable por un período largo de tiempo.

No existiendo entonces antecedentes de peso que permitan modificar el diagnóstico del 2 de marzo, y habiéndose en esa fecha adoptado una reducción sustantiva de la tasa de política monetaria, aparece como natural la opción de **mantener** dicha tasa en su actual nivel. Sin embargo, las dificultades que enfrentan algunas economías claves del planeta, como Japón y,

Handwritten signature



BANCO CENTRAL DE CHILE

en bastante menor medida, Estados Unidos de América, podrían traer a corto plazo nuevas revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento mundial. Una reacción de la Reserva Federal a estos desarrollos más drástica a la contemplada en nuestros análisis recientes daría ciertas holguras en el lado cambiario para la opción de **reducir** la tasa de política monetaria. A esto habría que agregar la eventualidad de un empeoramiento de la actual situación de empleo y consumo durante el segundo trimestre.

Sin embargo, es necesario tener presente que existe una opinión generalizada entre analistas y empresarios, en el sentido que los cambios en las expectativas de crecimiento económico de mediano plazo no están asociados a la política monetaria, sino que quizá a políticas de oferta inadecuadas. Por ende, las deficiencias en la generación de empleo pueden ser sólo parcialmente compensadas por las decisiones del Banco Central. Lo anterior, válido o no, forma parte de un cuadro generalizado de pesimismo.

Simulación de una tasa de política monetaria nominal (TPMN)

La metodología habitual para calcular la TPMN arroja, para una tasa de política indizada de 4%, una cifra de 7,5% anual. Esta tasa es 75 puntos base menor que la tasa propuesta para febrero. Los 25 puntos base adicionales a la rebaja decretada en el mismo lapso para la TPM indizada son atribuibles a una reducción en las expectativas de inflación entre febrero y marzo. Desde que se comenzó a calcular la TPMN en noviembre pasado, el cálculo ha supuesto un premio por riesgo inflación de 0,49% anual, que era el promedio de este concepto entre enero y octubre de 2000. La información marginal indica que este premio ha caído, de modo que el promedio desde enero 2000 a marzo 2001 es de 0,43%, y de abril 2000 a marzo 2001 (último año móvil), de 0,39%. No obstante, el monto de la reducción del premio por riesgo inflación todavía no alcanza para una reducción en 25 puntos base adicionales de la TPMN.

No hay comentarios sobre las opciones.

En mérito de lo expuesto, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

16-01-010315 – Tasa de Instancia Monetaria.

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros asistentes, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en UF más 4,0%.

Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

IV. Comunicado.

El Presidente propone el siguiente texto para el comunicado:

“ En su reunión mensual de política monetaria de hoy, el Consejo del Banco Central resolvió mantener la tasa de interés de política en UF más 4%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

El Consejo analizó en esta reunión, como es habitual, la evolución reciente de la economía y sus perspectivas para los próximos veinticuatro meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La información económica de las dos semanas transcurridas desde la sesión especial del 2 de marzo ha confirmado el diagnóstico realizado en esa oportunidad. De esta manera, la actual tasa es coherente con la mantención de la inflación dentro del rango meta y con su convergencia hacia 3% anual en el horizonte de política (12 a 24 meses).

El Banco Central continuará usando la política monetaria con flexibilidad, de modo de confrontar las desviaciones que se proyecten en la trayectoria de la inflación respecto de la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

Se levanta la Sesión a las 16,50 horas.




JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



CARLOS MASSAD ABUD
Presidente



PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero