

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 14 celebrada el 20 de febrero de 2001

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
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 Estudios);
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 de Prosecretaría).

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

d) Asiste, especialmente invitado, el Coordinador de Políticas Macroeconómicas del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

1. ACUERDO : Reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, situándola en 4,5% sobre la variación de la Unidad de Fomento.

2. MATERIA : Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero 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 al mes de febrero de 2001:

Puntos Destacados

- Se inicia la exposición señalándose que uno de los puntos destacados es que las expectativas de mercado apuntan a una reducción de la tasa de interés de política monetaria durante el primer trimestre. Esto se observa tanto a través del resultado de la encuesta de expectativas, como de la evolución de las tasas de interés de mercado. Las menores tasas de interés

internacionales confirman la desaceleración en Estados Unidos (EE.UU.), lo que, junto a la fortaleza reciente del peso, apuntarían a una posibilidad de reducción de la tasa de interés de política monetaria durante el primer trimestre del año 2001.

- La inflación se espera que se ubique por debajo de 4% en abril, lo que significa un adelanto respecto de lo que se proyectaba hace poco tiempo atrás.
- Adicionalmente, las expectativas de crecimiento para la actividad y el gasto para el primer semestre son moderadas. Hay que considerar que las expectativas de crecimiento del sector privado, que se deducen de la encuesta de expectativas del Banco Central del mes de febrero, son más pesimistas que las que estaban en el Informe que se presentó a mediados de enero. Sin embargo, se estima que todavía no hay antecedentes suficientes que lleven a corregir la proyección de crecimiento para este año.
- En el terreno internacional, el comportamiento actual del precio del petróleo permite suponer que este precio se va a ubicar algo por encima de la trayectoria central que se tenía antes, sin poner en peligro la trayectoria de la inflación.
- Un elemento novedoso es que el premio soberano de Chile se ha reducido en forma sustancial en febrero, factor que podría estar detrás de la fortaleza reciente del peso respecto del dólar.

Evolución Reciente de la Inflación

- Durante el mes de enero la inflación anual experimentó un repunte en relación con diciembre, como resultado del incremento del precio de los combustibles. En efecto, si bien el precio de los combustibles ha descendido en el último tiempo, los movimientos más recientes han sido bastante volátiles. Se espera que haya mayor estabilidad en el precio interno de los combustibles durante los próximos trimestres, con niveles para el petróleo similares a los actuales, esto es equivalentes a un precio internacional de US\$26 por barril como promedio para el año 2001.

Factores Relevantes para la Inflación Futura

Escenario Internacional

- Se estima que la desaceleración de EE.UU. sea algo más intensa que la prevista en el Informe de enero, con un crecimiento esperado en ese país de alrededor de 2% para este año. Como resultado, el crecimiento mundial se ubicaría entre 3,5% y 3,6%, que también es algo por debajo de lo previsto anteriormente, no obstante se anticipó un ajuste de esta magnitud. Es también relevante que para el año 2002 se mantiene la proyección de 4,2% para el crecimiento mundial.
- Respecto de los términos de intercambio, si bien esta desaceleración prevista para la economía mundial ha impactado negativamente en el precio del cobre, todavía las expectativas apuntan a que el promedio para este año se ubicaría en 86 centavos de dólar la libra, producto del comportamiento esperado para los inventarios. Por el lado del precio del petróleo, cabe destacar que en los últimos días se ha revertido el aumento de comienzos de febrero y los precios de los mercados futuros indicarían un valor para el crudo en torno a los US\$26 por barril promedio para este año, algo superior a lo que se consideró en el Informe (US\$24 por barril).
- En relación con las tasas de interés internacionales, las últimas cifras conocidas para la economía de EE.UU., junto con anuncios que ha hecho la misma Reserva Federal, permiten anticipar una nueva reducción de la tasa de interés de política entre 25 y 50 puntos base en el

mes de marzo. También se podrían producir reducciones adicionales durante el primer semestre del presente año.

- Un antecedente novedoso respecto de lo que se esperaba hace algún tiempo, es que el Banco Central Europeo no ha reducido aún sus tasas de interés a pesar que a principios de año se esperaban disminuciones bastante sustanciales, de alrededor 50 puntos base durante el primer semestre.
- Por su parte, el premio soberano para la economía chilena se ha reducido en forma sustantiva en las últimas semanas, ubicándose recientemente en alrededor de 180 puntos base, esto es, por debajo del promedio para el presente año proyectado en el Informe de enero pasado (en alrededor de 190 puntos base). La caída desde fines del año pasado es de 30 puntos base, observándose también reducciones de los premios soberanos de otras economías emergentes.
- Con relación a la economía interna, el sector del comercio durante el último trimestre del año 2000 tuvo un cierto repunte, anticipándose para el año 2001 un crecimiento moderado de las ventas y el consumo.
- Las importaciones de bienes de consumo, que reflejan tanto las desviaciones de consumo como la acumulación de inventarios, tuvieron una tendencia declinante durante el año 2000 y se espera que esto se revierta durante el presente año, en línea con lo que aparece en el Informe del mes de enero.
- El empleo finalizó el año 2000 con una tasa de desocupación de 8,3%. Una leve mejoría en el empleo del sector privado, junto a una caída bastante intensa de la fuerza de trabajo, es lo que permitió que se presentara una disminución de la tasa de desocupación más allá de los factores estacionales tradicionales de fin de año.
- En términos de inversión, el componente no habitacional sigue mostrando dinamismo. De acuerdo a la última información disponible, la caída puntual registrada en noviembre se ha revertido, lo que se observa tanto en las importaciones de bienes de capital como en los permisos de edificación de establecimientos, con un sostenido crecimiento desde principios del año 2000 que se espera continúe durante el año 2001.

Mercados Financieros en Chile

- Los mercados financieros han anticipado una reducción de la tasa de interés de política monetaria. Esta situación se aprecia en la reducción de las tasas de los documentos del Banco Central, que han mostrado una sostenida caída desde diciembre. Si se observan las implicancias de esta situación sobre la curva de retorno y sobre las expectativas de tasas de interés, ellas se asocian a una reducción adicional de la tasa de interés de política monetaria. Para el caso de las tasas de interés de más largo plazo, este comportamiento también se puede aparejar a lo que ha ocurrido con la evolución de la tasa de interés externa relevante, debido tanto a la caída del spread soberano como de la tasa real indizada de bonos del gobierno de EE.UU. Esto ha producido una reducción importante de esta tasa de interés externa relevante para Chile.
- En relación con los agregados monetarios, el M1A ha registrado un comportamiento bastante volátil en los últimos meses. Sin embargo, en la trayectoria de más largo plazo se verifica cierta estabilidad desde mediados del año 2000, estando los períodos de volatilidad concentrados hacia fines del año 2000, y enero y febrero últimos.
- Las colocaciones a empresas muestran un continuado dinamismo, situación que aún no se percibe con las colocaciones destinadas a consumo, las que de acuerdo a la información a diciembre, aún continúan cayendo.

- El tipo de cambio nominal ha mostrado una importante apreciación desde mediados de enero, lo cual puede ser consistente con las perspectivas más ciertas de disminución de las tasas de interés externas, así como con la caída en los premios soberanos de la economía chilena.

Conclusiones

- Se constatan expectativas de nuevas rebajas de la tasa de interés de política monetaria durante el primer trimestre del año, esto tanto de la encuesta mensual, como de la trayectoria que entregan las tasas de interés de mercado.
- Respecto de las perspectivas de inflación, se espera una caída de la variación anual de los precios, en línea con lo ha venido prediciendo el Banco Central desde el año pasado. Esta perspectiva de inflación anual se podría ubicar debajo del 4% en abril. En adelante, las expectativas privadas para la inflación total se han reducido y para el caso de la inflación subyacente, medida por el IPCX, se encuentran alineadas con las proyecciones que entregó el Banco en el Informe de Política Monetaria de enero.
- Para el caso del crecimiento, todavía no se reúnen antecedentes suficientes para modificar las proyecciones para los próximos ocho trimestres. Sin embargo, hay que notar que las expectativas privadas son hoy día más pesimistas que las que se entregaron en el Informe de enero.

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 cuanto al escenario internacional, se comparte lo expuesto en el sentido a que en la actualidad se espera un menor crecimiento mundial respecto del que se había previsto en enero, y se validan menores spreads de deuda soberana en relación con lo que se esperaba entonces. A lo anterior se agrega que actualmente hay más convergencia en cuanto a las proyecciones de crecimiento en EE.UU. que lo que había en el mes de enero, en el sentido que se espera, en general, un crecimiento bajo en el primer semestre, bastante más alto en el segundo semestre y un crecimiento en torno al 2% en el año completo.
- En este sentido, un segundo punto que se hace notar es que en la actualidad existe una percepción de riesgo por parte de los inversionistas menor que la que había a comienzos de año, lo cual se ha reflejado en la caída de los premios de la deuda soberana. Sin embargo, existe un elemento de preocupación asociado a la situación de Turquía. La información disponible señala que el gobierno de ese país ha colocado bonos de corto plazo a una tasa de interés de 144%. Esto significa alrededor de mil puntos base más que la tasa de interés a la que se estaba emitiendo la deuda turca hace un par de semanas atrás. Se indica que existen en Turquía dificultades políticas que generan dudas sobre la capacidad del país para cumplir sus compromisos con el Fondo Monetario Internacional y para financiar y pagar oportunamente la gran deuda pública que tiene acumulada. Por lo anterior, se concluye que si bien la situación central en materias financieras para países emergentes es algo mejor en la actualidad, siguen habiendo riesgos importantes como lo ilustra el caso de Turquía.
- A la situación actual de la economía turca se le atribuye la reversión que se ha observado en los últimos días en los spreads soberanos, los cuales venían bajando hasta niveles del orden de 175 puntos base para el caso de Chile, para luego remontar, estando en la actualidad en 186 ó 188 puntos base. Sin embargo, se manifiesta que este incremento para la economía chilena ha sido muy inferior al de todo el resto de los países latinoamericanos, habiendo una clara diferenciación de los inversionistas entre Chile y el resto de los países de la región.
- Otro participante a la reunión plantea su inquietud a los demás asistentes respecto de los determinantes de las tasas de interés de largo plazo, en el sentido que debieran existir factores adicionales a la reducción de las tasas de interés internacionales que estén explicando la

evolución a la baja de las tasas locales. Adicionalmente destaca el hecho que en las últimas semanas ha existido una reducción en las expectativas del mercado respecto del ritmo de crecimiento, ampliándose así la brecha entre las proyecciones del mercado con las del Banco Central.

- Se indica que en la actualidad el Banco Central goza de una credibilidad, en general, muy alta, lo que se refleja en que el mercado asume la proyección del Banco Central en materia de inflación, que se deduce de los diversos Informes de Política Monetaria, como básicamente certera. Más aún, se tienden a desarrollar expectativas respecto de movimientos de tasas de interés en función de la información entregada con posterioridad al Informe. Esto tiene una gran importancia en términos de leer correctamente la curva de rendimiento, por cuanto lo que se hace es tomar la palabra del Banco Central como un benchmark, y con un alto grado de credibilidad, se evalúa el curso futuro de la política monetaria, en función de cómo vayan evolucionando las variables que descansan detrás de las proyecciones.
- No obstante, tal como se indicara, lo que llama la atención es que el mercado no coincide necesariamente con las proyecciones oficiales de crecimiento, sino que tiene una proyección algo inferior. De alguna forma esto introduce un problema de políticas públicas, toda vez que cualquier movimiento de tasa de interés que no estuviera justificado por la evolución de los hechos empíricos, podría ser leída como un reconocimiento tácito por parte del Banco Central de que cualquiera de los supuestos clave detrás de las proyecciones están desalineados.
- Adicionalmente se manifiesta que en la trayectoria de tasas de interés de largo plazo de los últimos meses juegan dos tipos de factores: (1) los externos, donde ha habido, por lo menos a partir de hace un mes y medio atrás, una caída importante en el costo de financiamiento externo y (2) una trayectoria más clara en materia de inflación, con factores internos que están vinculados al hecho muy posible de que el mercado ha ido asimilando con cierta lentitud que el crecimiento de la economía puede estacionarse en cifras más cercanas a 5% que en cifras más cercanas a 6% ó más y por tanto, son coherentes con tasas de interés más bajas.
- Se indica que es difícil distinguir claramente qué es lo que el mercado espera, por ser tremendamente heterogéneo. Adicionalmente, es importante tener en cuenta respecto de los modelos de proyección, que una diferencia importante entre los modelos del Banco Central y lo que el promedio del mercado anticipa para el crecimiento, es que en la proyección de este último se incorpora la posibilidad de que las tasas de interés del propio Banco Central no sean constantes a través del tiempo, que es el ejercicio que se hace en los Informes de Política Monetaria. Complementando lo anterior, se indica que en los modelos de mercado se podría estar incorporando una reducción del producto potencial por un periodo de tiempo más prolongado, lo que haría diferencia con los modelos del Banco Central, los que, si bien han ido incorporando un ajuste en esta dirección, no lo ha sido en una perspectiva más larga de tiempo.
- Otro de los asistentes reitera lo señalado en sesiones pasadas en el sentido que la economía chilena se encuentra en la actualidad en una situación de un grado de incertidumbre más alto que el que se ha enfrentado previamente: un terreno de tasas de interés que bate todos los récords en términos de niveles bajos; un estado de inflación baja que se espera que se mantenga indefinidamente, situación inédita en los últimos 100 años, y un sistema cambiario que transfiere el costo de la incertidumbre al sector privado.
- Por eso, piensa que, particularmente en las circunstancias actuales, se tiene que tomar en cuenta las expectativas del mercado, en particular respecto del movimiento esperado de las tasas de interés de más largo plazo, que son las relevantes desde el punto de vista del manejo general de la economía.
- Para finalizar se desea destacar el esfuerzo que se ha hecho por parte de la política fiscal, tanto por el lado de la credibilidad, como por el lado de lograr un espacio para el sector privado y para la política monetaria del Banco Central, lo cual se traduce en bajas tasas de interés y un

tipo de cambio alineado a sus fundamentos. Esto ha permitido lograr un ciclo de expansión basado en exportaciones e inversión, que se considera es lo más importante de la discusión que hoy día se tiene en materia de potencial de crecimiento de mediano y largo plazo de la economía.

Opciones

- El Informe de Política Monetaria de enero pasado, en su análisis de riesgos, planteaba un sesgo a la baja en la proyección de inflación que se derivaba, a su vez, del riesgo de que se diera un escenario de crecimiento en los próximos 24 meses inferior al contemplado en el escenario central. Este balance de riesgos negativo en el caso del crecimiento se debía, por su parte, al riesgo relevante de que la economía mundial se desacelerara más rápidamente que lo previsto, sin que las reducciones de tasas de interés internacionales previstas compensaran el efecto a la baja sobre el desempeño de la actividad económica en el país.
- Transcurridos poco más de 30 días desde entonces, la información adicional permite confirmar una corrección a la baja en la proyección de crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, también se ha materializado una reducción significativa del riesgo soberano de la economía chilena, factor que tiende a compensar ese menor crecimiento mundial en cuanto a la proyección del crecimiento interno. Por lo tanto, no se ha podido verificar todavía la concreción del escenario alternativo mencionado en el Informe de Política Monetaria de enero y por ahora se mantienen las proyecciones de crecimiento de la actividad económica nacional para los siguientes ocho trimestres.
- Un elemento no anticipado que ha aparecido con relativa fuerza en las últimas cuatro semanas, es una apreciación del peso más allá de la prevista. Si bien esto puede ser un fenómeno eminentemente transitorio, propio de la volatilidad inherente a un régimen de flotación, también se puede deber a la reducción más allá de lo anticipado de los premios soberanos. De mantenerse una trayectoria de estabilidad del tipo de cambio real en los siguientes ocho trimestres, pero partiendo de una base más apreciada --como la actual-- entonces es posible proyectar una reducción de la inflación hasta tasas algo por debajo de 2,5% hacia fines de 2002, a pesar de un precio del petróleo hoy estimado ligeramente por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero.
- En este contexto, las opciones de política monetaria que aparecen como más evidentes son las de mantener o reducir la tasa de interés de política monetaria. Los argumentos a favor de mantener serían que aún no existe evidencia suficiente que ratifique la materialización del escenario alternativo de crecimiento presentado en el Informe de enero, y que la reciente apreciación del peso es un movimiento de corto plazo de una variable que es eminentemente volátil, por lo que sus implicancias tienen que tomarse con cautela. Estas dos consideraciones llevarían a no modificar las perspectivas para la inflación, por lo que no correspondería una reducción de la tasa de interés de política monetaria en lo inmediato.
- A su vez, el principal argumento a favor de una reducción, en este momento, de la tasa de interés de política monetaria, radica en su sintonía con las expectativas de mercado, las cuales se han reflejado en sustanciales reducciones de las tasas de interés a todos los plazos. Es importante consignar que el mercado lee la información interpretando su eventual impacto sobre el diagnóstico y decisiones de política de la autoridad monetaria. En este sentido, aunque las expectativas privadas no están perfectamente alineadas con las proyecciones presentadas en el último Informe - siendo más pesimistas en cuanto a crecimiento y, en menor medida, respecto de la inflación- aparentemente el mercado ha interpretado que la reciente fortaleza del peso, junto con la desaceleración de la economía mundial, permiten un relajamiento monetario. Luego, un ajuste a la baja en la tasa de interés de política monetaria podría llevarse a cabo sin que el Banco Central de Chile incurra en grandes riesgos porque, precisamente, el mercado ya tiene asimilada una pronta reducción de la tasa de política monetaria.
- Una consideración relevante es que las expectativas de crecimiento para este año no se

corrigieron al alza, sino que a la baja, después de la entrega de las proyecciones oficiales del Banco, y que es probable que la inflación total esté bajo 4% hacia fines de abril, o sea, antes de lo proyectado.

- Además, la percepción mayoritaria del mercado es de una reducción de 25 puntos base y no de 50 puntos base, a pesar que, de persistir la reciente apreciación del peso y afianzarse en los próximos ocho trimestres, se podría sostener una rebaja mayor.

Acuerdo

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde UF+4,75% a UF+4,50%. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 25 puntos base.