BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°794E

Instancia Monetaria Trimestral
Tercer Trimestre 1999

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 794E DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE celebrada el jueves 14 de octubre de 1999

En Santiago de Chile, a 14 de octubre de 1999, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Alfonso Serrano Spoerer.

Asiste, además, el señor Ministro de Hacienda, don Eduardo Aninat Ureta.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

Inicia la Sesión el Presidente señalando que ésta ha sido convocada para tratar la instancia monetaria trimestral correspondiente al tercer trimestre de 1999.

El Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera, presenta el siguiente Informe:

Evolución Reciente de Precios y Salarios: Los antecedentes recientes de la inflación confirman la continuación de una tendencia descendente en los registros de precios, a pesar del comportamiento desfavorable del tipo de cambio en recuperación y del precio de los combustibles.

Examinando la trayectoria de la inflación, se ha consolidado la trayectoria anterior tanto en el índice total como en el subyacente. Descomponiendo esta tendencia, en términos de sus componentes transables y no transables, se observa que hay una estabilidad en los últimos meses del índice de transables, no se manifiesta un incremento importante y el grueso de los ajustes más recientes se observa en el índice de los no transables.

En el índice de los transables incide positivamente el efecto de los combustibles, tanto por el alza de los precios internacionales como por incrementos en el tipo de cambio, pero a pesar de los incrementos en el tipo de cambio, caen los precios de bienes durables como todo lo que se refiere a equipamiento de invierno donde está la línea blanca, electrónica, vestuario, componentes que son eminentemente de origen importado han mostrado, durante el período, una disminución o variaciones nulas. Sin embargo, es un factor a considerar, en relación a las perspectivas futuras de

la inflación, que estos precios no han mostrado un ajuste racional en relación con la trayectoria del tipo de cambio.

En los índices de los precios no transables se observa una disminución más fuerte, que está asociada principalmente al descenso de los componentes de vivienda, especialmente arriendo, servicios educativos y servicios de salud.

El factor positivo dentro de los no transables es el comportamiento del transporte que ha estado encasillado principalmente en un precio regulado, así es que ha influido especialmente el ajuste de los precios del petróleo más el incremento en los costos de reposición de maquinaria.

En relación con el precio de los combustibles, los precios internos han reflejado un incremento que es el reflejo del aumento de los precios de paridades, mostrándose aquí la evolución del precio de paridad en peso par, sin ningún ajuste por el Fondo de Estabilización del Petróleo. Hoy día está operando plenamente el subsidio asociado al Fondo de Estabilización del Petróleo, de tal forma que los incrementos de los costos de importación ya no se traspasan a precios internos sino que tan sólo se traspasan los movimientos del tipo de cambio. Por esta razón, aparece una disparidad, pero es básicamente la brecha entre el precio de paridad y el precio al consumidor que refleja el subsidio que está en el Fondo de Estabilización del Petróleo.

El otro componente volátil que influye en la medición de la inflación subyacente, dice relación a los perecibles, los que durante el presente año han tenido un comportamiento bastante favorable respecto a lo que había sido en los años anteriores. En general, estamos por debajo de los valores que se observaba en los años 1997 y 1998, o el promedio entre el año 1994 y el año 1996, sin embargo, una reversión de esta medición hacia valores mayores, no está asegurada toda vez que ha cambiado la medición del índice. Es posible que el próximo año se obtenga un comportamiento más normal al mirarlo como en relación en doce meses y a pesar de que estamos por debajo del promedio histórico, pudiera haber una reversión hacia valores mayores en la medida que hayan cambios en la evolución de los componentes.

Finalmente, un factor que ha estado presente en los últimos meses es la presión sobre el tipo de cambio y su eventual impacto sobre la inflación interna. Hasta septiembre no se ha registrado un efecto del aumento del tipo de cambio sobre el índice de los transables - la inflación de los transables se ha mantenido bastante constante - pero a nivel del IPM se observa un incremento en la tasa de crecimiento. La relación entre el IPM y la evolución del índice de los transables es bastante débil, por lo tanto, no existe una convicción uno a uno que relacione el precio al por mayor importado a precio final. Esto es porque, en parte, los precios finales tienen un componente doméstico muy importante que da peso a las condiciones de demanda doméstica, por lo tanto, si bien éste es un factor de cuidado, no se estima que del incremento reciente del resultado del IPM vaya a dejar su efecto inmediato sobre la inflación.

Economía Internacional: En términos generales, la evolución reciente de las condiciones internacionales es positiva, con algunos matices que se verán más adelante.

Las proyecciones de crecimiento mundial son, a septiembre de 1999, más optimistas de las que eran al hacer el informe anterior, a julio de 1999. Tanto las proyecciones del año 1999 como las del año 2000 son, hoy día, más favorables y, en particular, también son más favorables para los socios comerciales de Chile. Se observa un progresivo incremento en la proyección de crecimiento para este año de 2,4% y un incremento también en la proyección para el próximo año que considera una desaceleración del crecimiento de la economía norteamericana, pero un repunte en el crecimiento de Europa y principalmente del resto de Asia y otras economías emergentes.

Las proyecciones de inflación mundial básicamente se mantienen constantes porque no hay un cambio en perspectiva de inflación mundial en cada uno de los grandes bloques. Sólo en los casos de Europa y de Estados Unidos de América se observan señales o perspectivas de un incremento de inflación, siendo éstos leves, pero eso ha dado origen a perspectivas de políticas monetarias más apretadas dentro de las principales economías. Como es sabido, las tasas de interés en Estados Unidos han manifestado durante este año un incremento, particularmente las tasas de interés de más largo plazo. En el último trimestre, básicamente se observan los mismos niveles que se observaban al finalizar el trimestre anterior, en torno al 6% y las tasas de corto plazo han registrado un aumento paralelo al incremento de las tasas en el FED. Hacia delante, hay un sesgo hacia volver a aumentar las tasas en Estados Unidos frente a eventuales señales de inflación, pero esto aún está con un signo de interrogación.

En Europa la tendencia también es similar, existiendo un aumento más marcado y sostenido de las tasas de largo plazo, reflejo de expectativas de mayor dinamismo en Europa y también del eventual repunte de la inflación que, en todo caso, se mantiene por lo bajo de lo que se podría considerar como la meta de inflación del banco central europeo.

En materia de paridades, las expectativas de la posición cíclica de las monedas y los cambios anunciados se han visto reflejados en movimientos de las paridades con mayor optimismo en Japón. Aquí se ha observado una mayor apreciación del yen y en el caso de Europa se observa una tendencia más estable. En términos generales, el dólar ha presentado una depreciación durante los últimos tres meses.

Los índices de precios de materias primas también se han movido en consistencia con las mejores expectativas de la economía mundial y al neto se observa una trayectoria positiva a lo largo del último trimestre, si bien todavía volátil y sin asentarse muy firme, pero se obtendría el más alto de lo que había hacia mediados de año y eso también se ha visto reflejado en los precios relevantes para Chile. Tanto el cobre como la celulosa y la harina de pescado, todos muestran incrementos a lo largo del último trimestre y también eso se ve reflejado en los precios de exportaciones como el petróleo.

Con respecto al precio de los activos, la Bolsa de Estados Unidos de América, a lo largo de las últimas semanas, ha mostrado una trayectoria negativa y en general los ADR de América Latina mostraron una corrección a la baja en paralelo con la Bolsa. Sin embargo, los spread soberanos han revertido la trayectoria al alza que habían insinuado a principos del trimestre y hoy día están prácticamente en niveles similares a los que tenían al comenzar éste, habiéndose despejado este incremento inicial.

En resumen, las perspectivas de crecimiento de la demanda externa son hoy día más favorables de las que eran hace algunos meses. También la situación de términos de intercambio, las condiciones de crédito internacional son levemente más restrictivas por un aumento en las tasas de afuera y no ha habido cambios en las condiciones o en la percepción de riesgo de los mercados emergentes.

En relación a las tasas de interés internas, la tasa de los PRBC a 90 días se ha alineado en torno al 5% y las tasas de largo plazo se han estabilizado en niveles en torno al 6,5%. Las tasas de captación están prácticamente alineadas con las tasas de instancia y las tasas de colocación están en torno a un 7%, en las observaciones marginales en promedio en torno a un 7,25%, siendo los niveles más bajos de la década.

La curva forward ha mostrado una mayor pendiente. En parte, los datos a septiembre todavía están influidos por el efecto Año 2000, así que esas distorsiones son por la medición de la curva, pero en general, en el corto plazo hay una expectativa de una política monetaria que permanece durante un tiempo más largo, en una instancia expansiva, pero a largo plazo hay un incremento de esta tasa, es decir, se ha visto una reducción de las tasas en los horizontes más cortos, pero una mantención o incremento en las tasas de los plazos más largos con lo cual refleja este giro de la curva de retorno.

Respecto a las condiciones de arbitraje internacional, los diferenciales de largo plazo se mantienen prácticamente constantes, mientras que los diferenciales de corto plazo, a través del mes, han mostrado una reducción contra el peso y son ahora negativos y las condiciones de los mercados financieros, sumado a los posibles impactos a medida que se acerca el final del año y el probable impacto por el cambio de milenio, se ha traducido esta situación de diferenciales en una tendencia positiva para el tipo de cambio y en las últimas semanas, el cambio más significativo se refiere a la evolución que ha tenido el tipo de cambio: el tipo de cambio observado está hoy en niveles de $ 538 y eso ha sido un paralelo con un incremento del tipo de cambio multilateral. Como consecuencia de esto, se ha observado a lo largo de los dos últimos meses, una significativa depreciación del tipo de cambio real que hoy día ya está en niveles superiores a los que tenía a comienzos del año 1997.

En relación al comportamiento de los agregados financieros, ha continuado una trayectoria ascendente en las mediciones de dinero. También, aunque menos marcada, en el comportamiento de las colocaciones y en el de los agregados financieros más amplios, en los datos finales de septiembre y lo que va corrido del mes de octubre. Sólo en los últimos dos meses ya se ha observado que no sólo el dinero se expande, sino que también los componentes más amplios dentro de los agregados financieros.

Con respecto a la política fiscal, durante el segundo trimestre la absorción pública experimentó un crecimiento del 3,7% lo que da un crecimiento de 5,4% en lo que va corrido del año y el efecto del impulso fiscal sobre el producto, calculado tanto por el impacto de ingresos como de gastos, es positivo, fundamentalmente, por la reducción en los ingresos tributarios que muestran una elasticidad en lo que va corrido del año cerca de 9%, cifra que se compara con una caída en el primer semestre del producto, del orden de –2,9%. Esto refleja la elasticidad cíclica de los gastos de los ingresos fiscales que van a caer casi en un 13%, mayor que 1%, y eso genera un efecto compensatorio contracíclico que se traduce en un impulso fiscal positivo a lo largo del primer semestre.

En materia de actividad, demanda y empleo, ya se sabe que el producto manifestó una caída de 2,9% en el primer trimestre del año. Los indicadores, para el tercer trimestre, todavía apuntan en la dirección de una caída, principalmente motivado por el resultado de julio que va a dominar sobre la medición de los resultados del tercer trimestre, pero ya en agosto se esperan resultados levemente negativos y en septiembre se obtendrían los primeros antecedentes positivos. Con esto, el crecimiento del tercer trimestre todavía sería negativo, pero sobre una trayectoria de recuperación. Dentro de los componentes del producto todavía se ve que el comportamiento del consumo está bastante pausado, o sea, no hay una recuperación importante.

En el caso de la industria, las ventas y la producción industrial han mostrado una tendencia de recuperación en fechas recientes, particularmente en agosto. Hay un fuerte impulso al sector ventas de departamentos, producto de programas tributarios especiales que se están aplicando y también se ha visto una tendencia de recuperación de las importaciones que obedecería a una recuperación de inventarios en los sectores asociados. Los datos de septiembre y los antecedentes preliminares de octubre son favorables.

En resumen, la proyección de crecimiento para este año está en torno al –1% y los antecedentes que se revisaban anteriormente, respecto a la evolución de las condiciones monetarias y evolución de las condiciones externas, avalan una perspectiva de crecimiento del próximo año, en torno al 5%, fundamentalmente liderada por una recuperación del gasto interno.

En materia de empleo, los antecedentes todavía muestran una situación relativamente más rezagada. La encuesta nacional del INE en los datos marginales mostraba una ligera estabilización de los valores: mes con mes había un incremento de 0,1%. Básicamente, los datos más marginales muestran que se está llegando a una situación de plateau, pero la tendencia del último trimestre es todavía negativa y lo mismo se ve reflejado en la evolución del desempleo donde aún hay una tendencia positiva y éste es un factor que probablemente va a ir rezagado en la evolución del empleo, o sea, la reducción de la tasa de desocupación va a ir rezagada respecto al resto de las variables y éste sería un factor que todavía mantendría deprimida la situación de consumo.

En el sector externo ha continuado la trayectoria de corrección del déficit de balanza comercial, producto del bajo nivel que han mostrado las importaciones, y en los últimos meses se ha observado que el saldo acumulado de los últimos doce meses de la balanza comercial es positivo y para el año en su conjunto, se espera que el déficit se mueva en torno a los US$ 1.000 millones. Como resultado de eso, habría un déficit de cuenta corriente alrededor del 1% del producto y para el próximo año, producto de la expectativa de recuperación de las importaciones y de la demanda interna, habría una ampliación del déficit de cuenta corriente a niveles de 3,3% del producto.

Sobre las perspectivas de la inflación, los componentes importantes que determinan la evolución de la inflación durante los próximos quince meses son, por una parte, la mantención de una brecha de desempleo, una brecha cíclica que favorece la continuación de la reducción de inflación. Como se ha visto hasta ahora, el impacto de la desocupación y de la situación de exceso de capacidad sobre la inflación de los no transables ha sido muy fuerte, reduciendo las mediciones desde niveles del orden de 7% a niveles del 3%. La mantención de una situación de ese orden, aún cuando se fuera cerrando gradualmente a través del próximo año y del año siguiente, todavía el promedio mantendría su posición significativa y eso continuaría siendo un factor de deflación para la evolución de la inflación. Eso sería compensado, en lo principal, con un mayor grado de presión de inflación importada, tanto por la depreciación que ya ha observado el peso como por una mayor presión en la inflación externa.

Los impactos de esas variables sobre la inflación del próximo año, van a depender del "timing" con que se den las presiones inflacionarias en los próximos meses. En la medida en que se vea algunos de esos impactos aparecer dentro del último trimestre del próximo año, obviamente hay menos que absorber durante el año 2000, pero en cualquier caso se debería esperar, respecto a los niveles actuales, un repunte en las mediciones de inflación principalmente gatillado por el incremento del tipo de cambio, tanto por los aspectos sobre precios de combustibles, algunos precios regulados, en general, sobre la inflación de los transables, efectos que serían más visibles a medida que la economía se vaya recuperando. Estos efectos, sin embargo, significan que la inflación, de acuerdo a lo que está en la proyección, estaría en promedio, en el cuarto trimestre, en niveles del orden de 3% para el IPC total. Hoy día está por debajo de esto, las proyecciones tienen implícita que en el cuarto trimestre habría un traspaso de las presiones de tipo de cambio sobre la inflación y después habría un agente adicional, a través del año 1999, que la llevaría a niveles en torno al 3,5% hacia el tercer trimestre de ese año y luego un descenso más cercano al 3%. En la medida en que esos ajustes no se produzcan en el cuarto trimestre del año y que se posterguen, se podría ver efectos adicionales o de inflación del próximo año y eso llevaría a una proyección de inflación superior para fines del año 1999.

Respecto a lo que son las expectativas de inflación de los analistas, para este año, el grueso de las expectativas está por debajo del 3% y para el próximo año se ubican en niveles del 3% y 3,6%, por lo tanto, está implícito en las expectativas del sector privado en que habría un reversión en las mediciones de inflación, pero en todo caso sería una reversión relativamente breve y dentro de los parámetros previstos.

El Presidente ofrece la palabra.

El señor Ministro de Hacienda consulta sobre la reactivación en agosto y septiembre, contestando el señor Herrera que en agosto se espera un Imacec todavía negativo, pero debiera ser negativo en un rango inferior al 0% y 0,5%, mientras que en el mes de septiembre se espera un Imacec positivo en una cifra en torno al 0,5%, pero los únicos antecedentes que se tiene de septiembre son los de importaciones.

El señor Aninat hace ver que las importaciones caen levemente en 12 meses, a lo que el señor Herrera señala que en el mes de septiembre se obtendría un menor efecto negativo de las importaciones sobre los márgenes de comercio, un mayor efecto positivo del componente generación eléctrica lo que genera más valor agregado, una proyección elevada de crecimiento en el sector de minería y también se espera la repetición de los resultados algo similar en los resultados de la industria. Con estos antecedentes se puede llegar a una cifra positiva para el Imacec de septiembre, agregando el Gerente de la División de Estudios que hay un día hábil más.

La Consejera señora María Elena Ovalle interviene diciendo: "Me gustaría plantear dos puntos relativos al Informe, que se manifestaron en la reunión trimestral de julio. El primero, respecto al cuadro de supuestos de proyecciones en la Sección V "Actividad y Demanda Agregada" que se acordó incorporar y no se hizo en esta ocasión. Tampoco se incluyó la proposición que hizo Alfonso Serrano, de agregar al análisis de la evolución de la economía durante el año 2000, los efectos probables de distintas trayectorias del gasto público sobre la tasa de interés y el tipo de cambio real.

Comparto la preocupación que ha sido mencionada en el Informe respecto al nivel actual de las tasas largas. Hace un par de meses que vemos que se han mantenido altas, por distintos motivos: expectativas de un alza de la instancia, después surgió el cumplimiento de las normas de calce, que ya fue superado, o porque los inversionistas institucionales encuentran mejores oportunidades en el exterior. Independiente de las razones, el hecho es que siguen altas y los sectores más afectados por el ajuste en términos de empleo y actividad son más dependientes de las tasas largas. Por lo tanto, me parece conveniente que la División de Estudios haga un análisis de posibles acciones a considerar.

Finalmente, quisiera consultar si se han realizado mediciones recientes de la variación del IPC con la canasta antigua".

Contesta el señor Herrera señalando que, respecto al último punto, no tiene medición a septiembre, sólo tiene la que se calculó hacia fines de agosto que da una diferencia de 0,7 puntos más alta, entre 3% y 3,8%.

En relación a la consulta sobre las tasas largas, cree el señor Herrera que no es el Informe el espacio para presentar las medidas y con respecto al cuadro de supuestos de proyecciones, señala que los principales supuestos no están en la sección V, pero son el mismo set común de supuestos que están en el sector de perspectivas para la inflación. En la sección de perspectivas para la inflación se señalan supuestos respecto a condiciones monetarias, evolución

de las variables externas, tipo de cambio, y esos son los supuestos que sirven de base también para la sección de producto.

Agrega el señor Herrera que en la reformulación de este Informe, van a juntar todas las secciones que se refieran a perspectivas futuras de variables, quedando en un solo cuerpo tanto las referencias a inflación como a crecimiento y los supuestos de base que dan origen a eso. Y en la medida que dentro de los objetivos de incorporar en forma más explícita los elementos de riesgo o escenarios alternativos que se pueden desarrollar, también se van a integrar escenarios alternativos de gasto público como uno de los factores relevantes.

Interviene el señor Ministro de Hacienda haciendo presente al señor Herrera que en el Capítulo IV del Informe, no de su exposición, se sigue presentando de manera no tradicional el uso de los fondos de estabilización del cobre y agrega "si eso es así, de nuevo voy a pedir que se incorpore cuál stock de lo acumulado, por simetría, uno podría pensar que cuando no se use podríamos gastar esos fondos, entonces está en esta presentación desnaturalizando el objetivo del fondo del cobre, tendría que efectivamente suavizar trayectoria de ingresos, pero no autorización para adicionar gastos. Creo que la presentación merece una revisión nuevamente, ya lo había comentado en la sesión anterior".

El Presidente señor Massad señala que en el curso del año 1999 se ha producido un cambio muy importante de propiedad de empresas grandes, desde propiedad nacional a propiedad extranjera o desde propiedad pública a propiedad extranjera, con lo cual las utilidades que generan estas empresas, cuando se produzcan, van a empezar a aparecer como una salida en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Por la naturaleza de las empresas involucradas, considera que esa cifra podría eventualmente llegar a ser de cierta consideración y consulta cómo está apreciado esto en las proyecciones de cuenta corriente.

El señor Herrera explica que las proyecciones se hacen sobre la base de supuestos detallados de las empresas respecto a obtención de utilidades y que son las balanzas de pagos las que recopilan las estadísticas en función de encuestas. Está de acuerdo en que dada la ampliación del universo hay que poner más cuidado en los supuestos que hay para las nuevas empresas que se han integrado.

El Gerente de la División Internacional, complementando la respuesta anterior, señala: "Hasta el año 2000 no se hace consideración explícita de las empresas recientemente privatizadas, pero eso no quiere decir que no estén incluidas en el cálculo de la proyección. Hasta aquí tenemos identificadas individualmente las empresas extranjeras con inversiones más maduras, y que están generando utilidades. En cualquier caso, ellas están siendo contabilizadas en una proyección global que se hace sobre la base de toda la inversión extranjera neta, excluida la que se trata en forma individual que se proyecta suponiendo una cierta tasa de rentabilidad común. Debo sí recordar que el impacto neto de incremento de la inversión extranjera no es muy significativo, porque si bien ha habido entradas importantes, a su vez, inversiones hacia el exterior, como por ejemplo las AFP han sido significativas. Las AFP van a recibir ingresos, producto de sus inversiones en el extranjero, que van a aparecer en la balanza de pagos en la parte de créditos. En la única parte donde sí puede haber diferencias es por el lado de las privatizaciones en razón de que los ingresos fiscales no necesariamente van a constituir

inversiones que vayan a generar ingresos del exterior, o a prepagar deuda externa. Por ese lado podríamos tener un incremento neto de las utilidades pagadas en el exterior, pero por la naturaleza de las inversiones no debería manifestarse todavía en el 2000".

El Presidente señala: "Ese es un punto en el cual queremos crear un poco de conciencia porque podría ocurrir que nuestras proyecciones de largo plazo del rango razonable de la cuenta corriente, tuviera que ser algo modificada a partir del año próximo hacia delante en función de estos efectos y habría una defensa de hacer esto porque se trata de inversión extranjera que va con el ciclo y por tanto, nos ayuda desde ese punto de vista diferente al endeudamiento que tiene un pago obligatorio cualquiera que sea la situación de la economía. Entonces, uno podría decir que aquí estamos, en cierto sentido, sustituyendo endeudamiento por inversión, pero que eso va a significar tal vez algún incremento en el déficit de largo plazo tolerable de la cuenta corriente de la economía chilena, mirado más bien desde el punto de vista del largo plazo que desde el punto de vista del año 2000 solamente.

El señor Herrera complementa lo anterior manifestando que en términos netos, durante el año 1999 se está estimando un cambio en la posición de activos de la economía chilena que va a ser bastante menor. Es la contraparte del déficit de cuenta corriente del grupo de siempre, por lo tanto, los efectos son más bien por cambio de composición de deuda e inversión.

El Consejero señor Marshall se refiere a la proyección de crecimiento de 5% para el año 2000 consultando sobre el fundamento de este número y pregunta si es algo que se ha mantenido como inercia o sigue resultando de los modelos que se están corriendo con la nueva información que se va teniendo mes a mes.

El señor Herrera dice que se trata básicamente de los mismos insumos del informe al Senado. Respecto de esa situación, los antecedentes en el margen son algo superiores, algo más favorables, que apuntarían a la reacción positiva de ese número, pero básicamente esta proyección es una mantención de lo que se había entregado para el informe al Senado.

A continuación, el señor Marshall señala: "A mi juicio, el elemento más importante del Informe es que a pesar de la devaluación que hemos tenido, las expectativas o la inflación esperada para éste y el próximo año se mantienen muy en línea con la meta. De alguna manera creo que es un hecho importante porque pienso que el mercado, dependiendo de cuál sea la evolución del tipo de cambio en el último trimestre, podría pensar que estamos en presencia de un cierto techo, dado por el efecto de traspaso desde inflación a precios. Que el Banco Central estime que la meta de inflación del año 2000 no está en este momento amenazada, dada la evolución reciente del tipo de cambio, es bastante relevante como información para el mercado. Lo segundo, es que nosotros tendemos a decir que la tasa de interés no sube, porque la economía sigue plana y por tanto, aparentemente, lo que a mi juicio estamos transmitiendo es que la tasa de interés se está manejando con una perspectiva de cuál es el crecimiento actual versus el crecimiento esperado y por eso es mi pregunta respecto del 5%. Tal vez la no conveniencia de mantener el 5% de crecimiento del año 2000 congelado, en la calidad cuasi de meta. Hemos enfatizado mucho que la economía está en línea para crecer al 5% como si eso fuera una meta del año 2000, entonces, se puede dar la imagen de que la tasa de interés responde a cómo esté esa brecha de crecimiento respecto del año 2000 o respecto de esta eventual cuasi meta y no respecto de las perspectivas de inflación. Esto es un hecho importante dentro de este Informe".

El señor Ministro de Hacienda señala lo siguiente: "Es complicado lo que dice Jorge (Marshall), pero por una parte lo entiendo. La parte complicada, es que si uno mira la estructura del mix de política económica, la inercia que llevamos y esta situación todavía semi plana con algún indicio de reactivación ya en septiembre, pero nada más, en realidad lo que el país espera no es otro sobrecumplimiento de la meta de inflación del año 2000, sino más bien que el peso de este 5% le va a quedar al Banco Central. O sea, si hay algo claro es que para el año 2000 el Fisco no tiene ninguna posibilidad de hacer nada para reactivar, por el contrario, va a entrar a una situación totalmente defensiva de cumplir un techo de gastos autorizados 3,3, ojalá subejecutados y si subejecutamos algo razonable, el 98% y 99%, entonces el déficit fiscal es exactamente 0 pero no hay superávit, hay riesgos porque cualquiera sea el que gane un nuevo gobierno siempre enfrenta presiones de cosas por hacer y programas nuevos, tendríamos que rellenar si es que viene una mejor situación del cobre. Lo que se ha usado en el Fondo de Estabilización del Cobre es obligatorio por la mecánica del Fondo y lo mismo del Fondo de Estabilización del Petróleo que lo ajustamos para hacerlo activo, o sea, este año el Fisco contribuyó hasta en eso activamente para mejorar la situación de inflación, como bien se dijo aquí, no hay efecto en el precio de los combustibles o del transporte, micros, etc. y eso nos está aliviando. Entonces, es el rol del Banco Central el que se espera que asegure esta reactivación del 5% que con una caída de, al menos una este año, no es tampoco mucho pedir. Y si uno mira, por otro lado, los factores objetivos que aquí se han reseñado, más una inflación externa todavía relevante para Chile, todavía negativa o levemente negativa, no hay presión inflacionaria por ningún lado. Desde ese punto de vista, en el mix de las políticas y en el lenguaje de lo que se transmita, más bien el país esperaría un rol muy activo de todos los instrumentos del Banco Central para asegurar el 5% y no para bajar la inflación el próximo año de 3,5% a 3% por decirlo así, o sea, vamos a tener un gran sobrecumplimiento este año no a repetirlo de nuevo, sería una economía política perversa.

El Gerente de la División de Estudios hace un par de precisiones en relación a lo que comentaba el señor Marshall diciendo: "de verdad nosotros sí estamos considerando las proyecciones de un comportamiento algo mayor de la inflación interna durante el próximo año, de hecho tenemos la meta de 3,5% y una inflación que podría ser menor incluso a 3% a fines de este año, de modo que estamos considerando ahí un aumento potencial. Este es un fenómeno que además no es sólo visto en Chile en estas circunstancias, uno ve las cifras que se observaban para Europa, Estados Unidos y Asia y en general hablan todas de inflaciones, durante el año 1999, inferiores a las previstas hace un tiempo atrás y también todas las proyecciones hablan para el próximo año de una inflación mayor en todas las regiones del mundo, en relación a lo que se espera o se observa durante el presente año, de modo que tampoco, en ese sentido, estamos fuera de lo que es la coyuntura internacional, lo cual a su vez está vinculado con el movimiento de las paridades internacionales, cuestión que por lo demás también afecta, así que yo diría que sumando y restando los efectos que se obtienen sobre el tipo de cambio, no debiéramos sorprendernos el próximo año con una inflación mayor, que por demás ya está anticipado y la gente lo entiende como algo razonable".

El Presidente señala lo siguiente: "Tengo la impresión de que es útil plantear el hecho de que la inflación, a fines de este año, puede ser 3% o incluso algo inferior. En materia del efecto tipo de cambio sobre la inflación, puedo decir que no tengo la misma confianza que se aprecia aquí, en el sentido de que nuestros modelos han cambiado un poco en su constitución debido a las circunstancias y es muy difícil hacer, con los modelos que tenemos, predicciones muy firmes respecto de esas materias, especialmente, por ejemplo, el traspaso de la inflación a precio. En ese sentido, hoy día tenemos un cierto tipo de cambio de $ 538 y uno puede saber precisamente cuál sería el efecto sobre nuestra meta si el tipo de cambio se mantuviera a esos niveles o si creciera un poquito dentro de lo prudente durante el año próximo. Eso lo podemos

predecir con un cierto riesgo, pero es muy difícil que podamos predecir los movimientos futuros de corto plazo del tipo de cambio, porque, en primer lugar, la relación de tasas de interés está invertida, está favoreciendo la compra de divisas aquí y la salida, y por tanto, favoreciendo el aumento del tipo de cambio; si algo va a pasar en el futuro corto, lo más probable es que las tasas de interés se incrementen en Estados Unidos y por tanto, que ese diferencial pueda acentuarse. No estoy seguro si pudiéramos realmente transmitir un mensaje firme, hoy día, si dentro de, por ejemplo, tres o cuatro semanas, el tipo de cambio estuviera en $ 550 lo que nos obligaría a transmitir un mensaje nuevo. Tengo más bien el punto de vista de que deberíamos señalar que el tipo de cambio estará donde tenga que estar de acuerdo con el mercado; que el Banco Central no va a intervenir salvo en circunstancias excepcionales y que es positivo para el país que así ocurra, que el tipo de cambio sea el que tenga que ser de acuerdo con las circunstancias, porque es el instrumento de flexibilidad principal que tenemos para enfrentar los ruidos externos e internos, sobre todo cuando tenemos una situación relativamente deprimida en materia de actividad que nos limita en nuestras posibilidades de actuar con la tasa de interés. Entonces, en esas circunstancias, me parece que mientras no tengamos una buena confianza en el grado de transmisión de la política y alguna precisión mayor respecto del tipo de cambio, en el futuro relativamente próximo, en los próximos tres o cuatro meses, probablemente hacer algún anuncio muy fuerte al respecto nos obligue después a revisarlo o a retirarlo o a corregirlo, y eso es un riesgo demasiado grande. Mi inclinación, más bien, es a transmitir el mensaje que el precio del dólar estará donde tenga que estar y que el Banco Central eliminó las bandas y que va a atenerse a esa conducta salvo que ocurran situaciones excepcionales.

Otro punto, para comentar, es que los salarios reales continúan creciendo a pesar de que tenemos un grado de desempleo relativamente alto y de que el empleo ha estado bajando. Ese es un hecho que contribuye a rigidizar la situación de la economía y a hacer más lento el proceso de absorción del desempleo. Creo que en este momento lo que uno buscaría es flexibilidad en la mayor cantidad de campos posibles, para absorber rápidamente el desempleo que existe en el país y esa flexibilidad incluiría también los salarios reales. Hay ahí una opción qué hacer entre salarios reales y empleo y es un tema que uno debería también señalar.

Y por último, tenemos una situación de tasas de interés hoy día que estimula la salida de corto plazo hacia fuera. Tal vez se debería examinar qué acciones de política pudiera el Banco Central adoptar, para minimizar los efectos negativos de esta inversión de las tasas y probablemente una de esas medidas sea la eliminación del año de permanencia para las adquisiciones de papeles de mediano y largo plazo. Sigo convencido de que eso nos podría ayudar tanto desde el punto de vista de empujar hacia abajo las tasas de interés de largo plazo doméstica, como de producir algún cierto ingreso en el mercado de capitales que pudiera aliviar un poquito la sequedad actual y morigerar los movimientos de corto plazo en los tipos de cambio. Sé que hay riesgos en esa medida, pero son los mínimos en la situación actual que estamos que es un período de mucha sequedad y que se estima que continuará de la misma manera por varios meses. Incluso, se podría buscar alguna manera de eliminar el año de permanencia y poner alguna forma de costo de salida muy corta que pudiera desalentar las salidas en el muy corto plazo, pero reemplazar lo que es actualmente una prohibición por alguna forma de costo. Creo que eso sería algo que se pudiera hacer en relación con la situación en que nos encontramos hoy en el mercado de capitales, el tipo de cambio, la tasa de interés, etc. Es probable que haya otras medidas y, si fuera así, le pediría a los técnicos que miraran el tema desde ese ángulo para ver posibles medidas que pudieran adoptarse para orientar en esa dirección, para darle una consideración apropiada en los próximos meses, porque es un tema que nos va a durar varios meses y que eventualmente podría crear algún grado de incertidumbre interna respecto de las intenciones del Banco Central o de las acciones eventuales sobre el tipo de cambio".

El señor Ministro de Hacienda manifiesta lo siguiente: "En relación al tema final planteado tengo algunas observaciones. La oportunidad para hacer un cambio de esa naturaleza la veo como realmente muy mala, porque en términos muy honestos, no sabemos bien qué es lo que está pasando, cuál es el "driving force" de lo que está determinando estos cambios que hemos visto. De partida, aquí se reconoció en un gráfico, el tipo de cambio que por mucha alza que haya tenido, estamos recién volviendo a un punto del año 1997, no sé si es el punto de equilibrio necesariamente, pero es un año de enorme entrada de flujo de capital incluyendo los flujos cortos. Eso está distorsionado.

En segundo lugar, tengo la impresión que el ruido viene de afuera, es decir, hay una especie de rechazo a Latinoamérica, producto de Ecuador y Venezuela, donde todos pensamos que pudiere venir en Argentina de aquí a enero o febrero y todo lo que eso significa. En cambio, no hay un rechazo o una situación específica de Chile, porque el Bono, en medio de más incertidumbre externa, se está transando más fuerte que nunca, en $ 173, habiéndose colocado a $ 167. Además, tenemos la expectativa de cambio de tasa en noviembre y ya una expectativa de alza de tasa fue defraudada pues no se hizo la anterior del IPSA y vendría otra en noviembre que pudiera no hacerse o hacerse, más las caídas de dos días muy fuertes del Dow Jones en Estados Unidos, son cambios de afuera y en lo de adentro es la elección. Entonces, si es verdad que están todas las condiciones dadas para crecer al 5% o algo más del 5% el año 2000, sería bien costoso solamente por ajuste de portafolio de los externos, no de los domésticos, absorber aquí un influjo a corto plazo. Inflaría la economía cuando ya esta economía debería crecer al 5% el 2000 y restaurarse la agilización de proyectos internos, o sea, haríamos un "overshooting" en un momento en que no necesariamente lo necesitamos y por lo tanto, estoy conciente de que tenemos un problema a largo plazo. El problema a largo plazo es que hoy día tenemos una prohibición en lugar de tener un instrumento que podría ser un impuesto o un costo de transacción, como actúa el encaje, por lo tanto, el tema amerita estudiarlo y buscar un mecanismo de largo plazo que cambie prohibiciones por cosas de transacción, o sea, de mercado. De eso estoy super conciente. En el fondo, es un tema relevante de largo plazo, pero creo que el momento de la oportunidad es muy fuerte, no puede ser peor porque creo que los hechos están dominados desde afuera, no desde adentro. Desde adentro no va a haber ninguna situación que implique reactivar de verdad con lo fundamental versus tener una pequeña fiesta transitoria tal vez innecesaria, llena de ruido. Es un tema de diagnóstico".

El señor Massad está de acuerdo en que es un tema que hay que estudiar cuidadosamente.

El Gerente de la División Internacional hace presente que hay una parte de los activos chilenos que no están sujetos a la restricción del año, que son los ADR y los bonos que ya se transan en el extranjero. En ese sentido, dice, no se puede esperar que sea un cambio tan pronunciado en términos de las inversiones que los inversionistas institucionales extranjeros podrían hacer en Chile, porque ellos ya se han posicionado en activos chilenos que se transan fuera de Chile. El punto está en que entre los activos fuera de Chile y los activos en Chile hay una diferencia de retorno producto de la restricción del año y esa podría tender a igualarse. Puede que no se den tantos movimientos de capitales, pero sí impactos sobre los precios de los activos que se transan sujetos al año versus los activos chilenos que ya se transan afuera libres de esa restricción.

El Gerente General señala: "Pienso que no es tan claro que tengamos que poner énfasis en que el tipo de cambio deba estar donde el mercado lo ponga, creo que eso es peligroso. A mi juicio, el Banco Central debe poner énfasis en que va a actuar de acuerdo a las metas de inflación, vale decir, el mercado tiene que saber que si acaso el Banco Central ve

peligrar la meta de inflación que se puso para el próximo año, va a actuar moviendo las tasas de interés. Creo que ésa es la única manera de actuar correctamente, porque el mercado no va a creer que el Banco Central va a dejar el tipo de cambio que esté donde sea. Eso es imposible".

El señor Massad dice: "Eso es efectivo respecto de cualquier fuente del lado de la demanda que afecte la tasa de inflación, eso no es específico del tipo de cambio. El Banco Central va a mover la tasa de interés cuando vea un riesgo de inflación por cualquier razón. Tampoco podemos anunciar que si el dólar se nos dispara va a subir la tasa de interés. Lo que nosotros estamos haciendo es cuidar una meta de inflación en el contexto general de la economía y actuar en consecuencia con nuestros instrumentos".

A continuación, el Gerente de la División de Estudios presenta las siguientes opciones:

"En lo esencial, el Informe lo que hace es confirmar las tendencias que se han observado en los informes mensuales que han precedido a éste, en cuanto a la inflación, a las holguras que se registran y proyectan en esta variable, en la cuenta corriente y en torno a la lenta recuperación económica que se ha observado hasta ahora. No obstante, existen algunas señales en el margen, especialmente en las últimas semanas, que mueven a ser algo más optimista en cuanto a la reactivación económica.

En relación a la información que se tuvo a la vista hace un mes atrás, si bien es cierto por un lado las tasas largas se han mantenido estables en un nivel alto con relación a las cortas, por otro lado las condiciones monetarias internas han seguido moviéndose hacia una situación más expansiva, aunque debido más que nada a la depreciación cambiaria que se ha observado desde hace un tiempo a esta parte. Además, los agregados monetarios más líquidos retomaron una senda de expansión en septiembre y en la primera semana de octubre, que se había perdido un poco en el mes de agosto y el crédito bancario, por su parte, da algunas señales tenues de recuperación.

Por último y no menos importante, la proyección del IMACEC del mes de agosto ya está bastante cerca de 0 -la diferencia es –4,7 de julio que fue la información que tuvimos a la vista hace un mes atrás- y lo que se ve como probable para septiembre señala una cifra azul por primera vez en varios meses.

Todo eso hace que dentro de las opciones posibles de política monetaria, la opción de relajar moderadamente la tasa de instancia hoy, se ve bastante menos prudente de lo que se podía haber visto hace un mes atrás, no sería necesaria y por contraposición, cobra más vigencia la opción de mantener la tasa actual de instancia o incluso subirla levemente. Sin embargo, esta última opción se ve todavía como algo muy prematuro en relación a las proyecciones que se hacen de la inflación y el déficit de la cuenta corriente para el próximo año. Por esa razón, lo que parece más prudente, por ahora, es mantener la actual tasa de instancia. Esto, sin perjuicio de que hay algunos riesgos importantes a considerar, entre otros, un posible incremento de las tasas largas más allá de lo que están hoy día a nivel local como resultado de presiones externas si es que la tasa en Estados Unidos de América sigue subiendo y también algunas presiones internas como resultado de un proceso de colocación de títulos de deuda a mediano y largo plazo en los mercados locales, por parte de empresas prime que antiguamente colocaban en el exterior. En ese contexto, valdría la pena reevaluar también la conveniencia de eliminar las restricciones que aún permanecen en los influjos del exterior.

Por ahora y en lo inmediato, valdría la pena, si es que el Consejo finalmente resuelve mantener la actual tasa de instancia y al igual que el mes pasado, emitir un comunicado al respecto de modo de despejar, por lo menos si es que hubiese algún grado de incertidumbre, la decisión que tomó el Consejo en cuanto a que no hay ahora un alza en la tasa de instancia, pues esto podría de alguna manera quitar algo de presión a los mercados de mediano y largo plazo en cuanto no se anticipa, en el corto plazo, un aumento de las tasas de instancia".

El Consejo, por unanimidad, acuerda mantener la actual tasa de instancia.

Por último, el Consejo trata el texto del siguiente Comunicado:

"En el marco de su reunión trimestral de política monetaria, el Consejo del Banco Central ha realizado - en el día de hoy - un detenido análisis de la coyuntura económica nacional. En esta reunión se discutieron las cifras recientes en materia de inflación, cuentas externas, fiscales, mercados financieros, actividad económica y empleo, así como el contexto internacional en que se desenvuelve actualmente la economía chilena. Asimismo, se analizaron las proyecciones más relevantes para el próximo año, su conformidad con la meta de inflación y el equilibrio externo y los riesgos que se perciben hacia el futuro.

El análisis realizado confirma las tendencias principales que se han ido observando en los meses precedentes en materia de inflación, en cuanto a las importantes holguras registradas y proyectadas para esta variable y para la cuenta corriente, y en torno a la marcha algo lenta de la recuperación económica.

Sin embargo, existen algunas indicaciones en las últimas semanas que mueven a un análisis más optimista en cuanto a esta última variable (reactivación) respecto de la información que se tuvo a la vista el mes pasado.

Las condiciones monetarias internas han seguido moviéndose en una dirección expansiva (como resultado de la depreciación cambiaria reciente), los agregados monetarios más líquidos acentuaron una senda de expansión que se había moderado en agosto y el crédito da algunas señales de recuperación.

Asimismo, la variación estimada del IMACEC para el mes de agosto pasado y lo que se ve como probable para el mes de septiembre señalan una dirección de recuperación de las cifras de actividad en línea con un crecimiento en torno a 5% el año próximo.

Considerados los riesgos externos e internos, se estimó que éstos no afectan el incipiente ritmo de recuperación económica observado hasta el momento ni la proyección de crecimiento para el año próximo.

Asimismo, el comportamiento previsto de la inflación, que se estima en menos de 3% a fines de 1999, sigue estando dentro de una trayectoria coherente con la meta establecida para el próximo año y con el rango de mediano plazo de entre 2% y 4%, centrado en 3% anual.

Como consecuencia de este análisis, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5%. De la misma manera, se determinó también que los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantengan inalterados."

El Consejo, por unanimidad, aprueba el texto del Comunicado.

Finalmente, el Presidente en nombre propio y del Consejo felicita al señor Ministro de Hacienda por su reciente designación en el Fondo Monetario Internacional y le desea el mayor de los éxitos en sus nuevas labores financieras en el año próximo.

Se levanta la Sesión a las 17,35 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

ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero