BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°743E

743E-01-990406 Fija Tasa de Interés - Memorándum N°11 de la Gerencia General.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 743E DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

celebrada el martes 6 de abril de 1999

En Santiago de Chile, a 6 de abril 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 y señores Pablo Piñera Echenique y Alfonso Serrano Spoerer.

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

Asisten, además:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis Internacional, don Andrés Reinstein Alvarez;
Secretario Ejecutivo Gabinete de la Presidencia,
Don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

El Presidente inicia la sesión señalando que ésta ha sido convocada para tratar el informe macroeconómico trimestral.

El Gerente de Programación Macroeconómica presenta el siguiente informe correspondiente al primer trimestre de 1999.

I. Evolución y Perspectivas de la Economía Internacional:

Se observa, en términos de lo que ha sido la evolución de las proyecciones del crecimiento mundial, que las proyecciones para el año 1999 se mantienen en niveles

del 2,3% que son similares a las que había en diciembre de 1998, y una recuperación eventual sólo se produciría en el año 2000 a una tasa del orden del 3,3%.

Aspecto destacable de esto es que las proyecciones son marginalmente mejores que las que existían en diciembre de 1998, producto de una visión más optimista de lo que sería el crecimiento de la economía norteamericana, pero es peor en América Latina y Europa, es decir, se observa un mejor contexto global pero con más asimetrías entre los distintos bloques. Existe también la impresión de que los riesgos, hacia adelante, en lo que sería la evolución de la economía mundial en el año 1999 y 2000, son más acotados de lo que había al tercer trimestre; desde octubre de 1998 a la fecha hay mayor confianza.

Con respecto a la evolución de los precios en materias primas, el grueso de las materias primas no ha mostrado mejorías ni recuperaciones significativas en lo que va corrido del primer trimestre del presente año, con excepción del precio del petróleo. El cobre presenta un deterioro adicional en este período y hoy se mueve en niveles de 60 a 65 centavos de dólar. El resto de las materias primas no muestra ninguna recuperación significativa, tampoco hay expectativas de los mercados a futuro dados los niveles de inventario y la única excepción es el precio del petróleo, factor que ha estado influido por la reactivación del cartel de la OPEP y los recortes de producción.

En relación a las perspectivas sobre la inflación mundial, hasta marzo de 1999 han evolucionado favorablemente a la baja. En la mayor parte de las economías se encuentran perspectivas de inflación que están por debajo de lo que había anteriormente; un punto sí que no está incorporado en estas proyecciones es el eventual impacto que permitiría un aumento del precio del petróleo sobre los índices inflacionarios de las economías. Esto ha sido un desarrollo sólo de las últimas semanas y por eso no está incluido en las proyecciones.

El otro punto importante es que se ha comenzado nuevamente a hablar de eventuales mayores presiones inflacionarias en Estados Unidos de América, producto de un mayor crecimiento. Como resultado del cambio en la visión de la posición cíclica de la economía norteamericana y también de los mayores riesgos inflacionarios que han sido mencionados, por lo menos se han reducido las nuevas perspectivas de rebajas adicionales a las tasas, incluso también ha surgido un riesgo que pudieran haber alzas posteriores, un cambio en el curso de la política monetaria y eso se ha expresado en ligeros aumentos en las tasas largas en Estados Unidos de América, mientras que en el resto de las economías las tasas de interés o han permanecido estables o han ido a la baja como es el caso de Japón.

Como consecuencia de estos cambios en las condiciones monetarias relativas de los distintos países y a la posición ciclíca, las monedas también se han comportado en una forma acorde y se observa que en general el dólar, en el último trimestre, se ha

apreciado en relación a las monedas de Europa y también en particular a las monedas de América Latina, mientras que la relación con respecto al yen se mantiene relativamente más estable. Producto de esta depreciación de las monedas externas, en relación al dólar, es que se espera un menor nivel de inflación externa medida en dólares para el año 1999 respecto a lo que se esperaba anteriormente.

Precios de Activos y los Mercados Emergentes: En los mercados financieros desarrollados, en el caso de Estados Unidos de América, se observa que ha habido una fuerte recuperación de la confianza desde el momento más bajo en Octubre de 1998 hasta la fecha, rompiendo los niveles anteriores y sobrepasando los records históricos. Esta mayor demanda también se ha expresado en lo que es el comportamiento de los precios de activos de países emergentes; los activos ADR de América Latina, después de haber tenido una disminución producto de la crisis en Brasil, han mostrado una recuperación a lo largo del trimestre y hoy se encuentran en niveles por encima o similares a los que tenían a la situación pre Brasil. Lo mismo ocurre con los spread soberanos que también después de haber mostrado un incremento tras la devaluación del real y de su posterior solución, han vuelto a normalizarse a niveles que son comparables con los que incidían anteriormente, incluso por debajo. Aún estamos por encima de los niveles pre-agosto pero lo más destacable es que el efecto Brasil ha sido medido por estos indicadores bastante más acotados de lo que podría haberse esperado inicialmente.

En resumen, existe un mayor dinamismo en la economía norteamericana que impulsa el crecimiento mundial en 1999, pero menor crecimiento en América Latina y Europa; los precios de materias primas no muestran señales de recuperación con excepción del petróleo; la inflación internacional permanece controlada, pero una inflación medida en dólares sería negativa; y los mercados financieros emergentes se han recuperado a niveles pre-Brasil.

Con respecto a los riesgos negativos de la coyuntura internacional, la situación brasileña es todavía una situación de desarrollo incierto. Más allá de lo que es la preocupación por Brasil, existe una percepción de que los efectos contagio financiero serían menores de lo que se había anticipado con la evidencia que se ha acumulado en el último trimestre.

En segundo término, la eventual aparición de presiones inflacionarias en la economía norteamericana. Hay que recordar que sistemáticamente se ha ido sobrepasando los niveles mínimos de desempleo; se han sobrepasado las expectativas de crecimiento, por lo menos en relación a lo que ha sido la historia. Se puede hablar en términos de que hay un riesgo de mayor expresión inflacionaria, y eso podría significar un cambio en el curso de las políticas monetarias del FED y su contraparte en los mercados de activos, también podría ser una caída de la Bolsa que es también un factor de cuidado. En la medida en que una caída de la Bolsa respecto a niveles que hoy día parecen, por

lo menos a primera vista y evaluadas sobre una tendencia a largo plazo, bastante infladas. Podría esperarse una caída drástica de ese precio y eso podría llevar a una desaceleración bastante más rápida de la economía norteamericana. Este un factor de riesgo que está presente en el escenario externo.

Finalmente, no se puede descartar que se vayan produciendo nuevos focos de problemas en países emergentes, dado el bajo nivel de los precios de materias primas y el bajo nivel de las tasas de interés.

II. Condiciones Monetarias:

En relación a lo que ha sido la evolución de las variables de políticas, primero vale la pena observar lo que es la política monetaria . Desde octubre a la fecha se ha acumulado una serie de rebajas de tasas de interés, tanto de las tasas de mercado como de la tasa de política del Banco Central y eso se ha reflejado en un relajamiento de las condiciones monetarias a niveles que hoy día son comparables con los promedios anteriores de las tasas de interés. En los últimos días se ha observado un ligero repunte en las tasas pero sólo en los plazos cortos, producto de lo que son polaridades asociadas a la realización de las OPAS, pero que no cambian esta tendencia ni la visión del mediano plazo del mercado respecto de lo que sería el curso de la política monetaria, en la medida de que las tasas de más largo plazo no se han visto afectadas.

Con respecto a las condiciones del tipo de cambio, se ha observado una depreciación del tipo de cambio nominal (pesos/dólares) con bastante más volatilidad de lo acostumbrado, lo que es natural dado los ajustes que se ha hecho a la banda cambiaria en ese sentido. El tipo de cambio pasó desde $ 470 a $ 530 y hoy está en torno a $485, lo que refleja bastante más volatilidad en el tipo de cambio pesos/dólares de lo que había anteriormente. Buena parte de esta volatilidad es reflejo de lo que han sido los cambios en las paridades internacionales; en términos de un tipo de cambio multilateral se observa una situación relativamente más estable, con un tipo de cambio que fluctúa en torno a los $ 490 y en esa dimensión, la depreciación del peso en relación al dólar aparece disminuida cuando se considera contra un conjunto más amplio de monedas y estamos en niveles prácticos similares a los que teníamos a diciembre del año pasado. Por lo tanto, la volatilidad es más bien por efecto de la volatilidad internacional del dólar en relación a otras monedas que por una volatilidad relativa del peso. En términos más claros, esto se debe a lo que es la trayectoria de distintas monedas en relación al peso, se ve que efectivamente desde diciembre a la fecha, el peso se ha depreciado en relación al dólar en casi $ 20 (niveles promedio a marzo), hoy día está por debajo de eso. Mientras que en el caso del Yen, la depreciación es de sólo 2,6%, en el caso del Real hay una apreciación de 35% y en el caso del Euro, hay una apreciación de 3%. Entonces, esta disparidad entre las distintas monedas es lo que explica la relativa estabilidad del tipo de cambio multilateral.

En resumen, se observa una reducción progresiva de la tasa de instancia y del nivel general de la curva del retorno; el tipo de cambio nominal se había depreciado entre enero y frebrero, pero el multilateral se aprecia; las entradas de capital por las OPA's han tendido a apreciar el tipo de cambio nominal en marzo y principios de abril.

III. ORIENTACION DE LA POLITICA FISCAL

Con los datos recibidos a mitad del trimestre, se conoce hoy día que la Absorción Pública creció en un 6,2% en el año 1998, ligeramente por encima de lo que se había presupuestado inicialmente de 5,5%. Se sabe también que se produjo un deterioro en el superávit global del gobierno central, incluyendo lo que son los giros del Fondo de Estabilización del Cobre, alcanzando la cifra de 0,4%. Si se excluyen esos giros, la situación de superávit global alcanzaría a 0% y si además se agrega lo que fue el déficit de las empresas públicas, durante el año 1998, la situación fiscal pasó a un negativo de –1,2% en el año 1998 y esto configura un cuadro de deterioro en la posición fiscal global, sin incluir al Banco Central. Si además se incluye al Instituto Emisor, resulta un déficit adicional del orden del 1% del producto.

Este cuadro configura un deterioro en los últimos tres años de la posición fiscal global, respecto al año 1996, que era del orden de 2% del producto positiva incluyendo a empresas públicas, sector gobierno central, sin Fondo de Estabilización del Cobre, el año 1997 era de 1% y el año 1998 era –1,2%.

Un factor preocupante se refiere a la evolución de los ingresos tributarios que en relación a la evolución de las cifras de medición de producto, se han quedado relativamente más atrás. En 1997 se esperaba que eso fuera un fenómeno transitorio que se iba a dar vuelta en 1998, producto de los rezagos con que evolucionan los ingresos tributarios; esa situación no se dio en definitiva y se observa que en 1998 los ingresos tributarios estuvieron prácticamente congelados, mientras que los gastos han continuado aumentando en este período lo que, en su conjunto, ha configurado un cuadro de deterioro en la posición fiscal.

En el cuadro estadístico aparecen dos columnas para el año 1999 . La primera señala lo que es la evolución presupuesto año 1999 contra ejecución del año 1998 y eso permitiría una expansión de la absorción pública de hasta un 5,2%. Si la ejecución de los gastos se realizara de acuerdo a las cifras históricas, se llegaría a la segunda columna con un crecimiento de la absorción en torno al 2% del PIB o sea, acorde con lo que es el compromiso de 2,3% para el año 1999. Por lo tanto, dentro de los estándares históricos este presupuesto permitiría mantener ese nivel de absorción.

También aparece una columna de superávit global que incluye los giros que vienen en el Fondo de Estabilización del Cobre, y una estimación de los ingresos tributarios que

es igual a la del presupuesto. En la medida que las cifras de crecimiento del producto y el precio del cobre están por debajo de las estimaciones supuestas en el presupuesto, también se puede ver afectada esta cifra de superávit global por debajo del 0,8%.

Conclusión:

- La política fiscal adoptó una instancia restrictiva en el último trimestre de 1998, lo que intensificó la profundidad del ajuste de la demanda interna.
- Se observa un deterioro en el superávit fiscal global desde 1996 hasta 1998, y
- El compromiso de orientación neutral en 1999 tiene un grado de ejecución del presupuesto de gasto similar a lo que han sido los porcentajes históricos.

IV. ACTIVIDAD, DEMANDA Y EMPLEO:

Aquí hay cifras que incluyen estimaciones hasta el mes de marzo con una consideración que se hará más adelante. Estos son promedios móviles trimestrales, así que aproximadamente la última cifra, que es el promedio móvil estimado hasta marzo, correspondería a la tasa de crecimiento al primer trimestre. Con estas cifras podría haber una estimación, al primer trimestre, en torno a –1,5% de caída del IMACEC y una estimación de caída del gasto en torno al 12%. Ambas cifras están en términos de variación anual por encima de los valores que había a fines de 1998. Otros indicadores también señalan que hay evidencia de un punto de inflexión en el ciclo económico en el sentido de que no continúa la profundización del ajuste, pero la evidencia es muy tenue para señalar que hay una recuperación en el margen en este período. Existen algunos antecedentes que van en esa dirección en febrero, pero en marzo probablemente va haber antecedentes más negativos, por lo tanto, no hay evidencia clara de una recuperación en el primer trimestre, sí de que la tendencia de disminución se habría frenado. Eso se refleja, por ejemplo, en lo que es el comportamiento del dinero desestacionalizado que muestra al final una estabilización, pero como se decía antes, todavía es una evidencia bastante tenue para sacar conclusiones más definitivas, pero es evidencia en ese sentido.

Lo mismo en el caso de la producción industrial en cifras marginales que acá no aparecen por los promedios. Las cifras marginales también están estables.

En el caso de las importaciones, si bien no se había observado entre enero y febrero la tendencia a la desestabilización, en marzo los antecedentes preliminares que se cuentan respecto de las importaciones, indicarían que éstas habrían alcanzado niveles en torno a 1.100 millones de dólares en valores FOB, lo que nuevamente estaría por debajo de las cifras anteriores.

Un punto que es importante señalar, a pesar de que hoy día las condiciones monetarias de tasas de interés son similares a lo que eran los promedios históricos 1994-1997, es que otros fundamentos de la demanda agregada se encuentran por debajo de esos promedios históricos. Esto es importante para tener en cuenta de cuáles son las implicancias de hoy día de una tasa del 6,95% como la tasa marginal bis a bis que existía en los períodos anteriores.

Si bien las tasas marginales de 1999 están a niveles comparables con los promedios 1994-1997, otros fundamentos están por debajo: se ha acumulado, en el período reciente, una brecha de crecimiento negativa, es decir, hemos crecido menos de lo que habríamos estimado nuestro potencial de mediano plazo, porque se ha producido una acumulación de una brecha de crecimiento y también en un menor crecimiento en los últimos trimestres, lo cual influye también sobre las expectativas del sector privado.

En el tema de la absorción pública, para el promedio 1994-1997, hay un crecimiento cercano al 7% por año, mientras que para el presente año si se mantienen los porcentajes de ejecución histórica, habrá una cifra de 1,9%. En el crecimiento del PIB mundial, en el promedio 1994-1997, las cifras son del orden del 4% y para el presente año hay una cifra de 2,3%.

Para las exportaciones totales había un 11,3% en el período 1994-1997 y para 1999 hay una tasa del 8,8%, pero que está influída fundamentalmente por una recuperación de productos principales.

La situación para otros productos debiera ser un poco más negativa que en años anteriores, resultado de que el crecimiento en América Latina también se va a ver relativamente más deteriorado.

En relación a los términos de intercambio promedio 1994-1997, hoy estamos más de un 15% por debajo de ese nivel; Flujos de Capitales con porcentaje al PIB promedio 1994-1997 - éstos son los flujos de entrada de capitales que incluyen los que corresponden, por ejemplo, a amortizaciones del sector público que se han realizado en estos años, entonces representan flujos de capitales privados - teníamos cifras del orden de 10,26% del PIB, hoy tenemos cifras del orden de 8,27% y tenemos también un relativamente mayor spread financiero aunque éste ha tendido a normalizarse en las últimas semanas.

Resumiendo, las condiciones de tasas pueden acercarse a las históricas, pero las condiciones de otros fundamentos están por debajo de los promedios históricos. Es probable que estas condiciones de tasas no lleven a un repunte de demanda, como los que se han observado en períodos anteriores, porque otros fundamentos están significativamente por debajo de los promedios de la década.

Con respecto a la proyección del PIB en 1999, con los antecedentes acumulados respecto al cuarto trimestre de 1998 y los antecedentes preliminares que existen respecto al primer trimestre de 1999, sin haber incorporado todavía la información de importaciones para el mes de marzo, se estima que existen antecedentes, por lo menos preliminares, para una revisión a la baja de la estimación del crecimiento. La dirección se sabe, las magnitudes son más imprecisas pero es difícil decir que si antes estábamos en una cifra más entre 2,5% y 3%, hoy día estamos en cifras más cercanas al 2%. Esta revisión refleja tanto lo que es la evolución reciente de la economía, lo que ha sido la disminución de términos de intercambio en el presente trimestre, un menor crecimiento de América Latina producto del efecto Brasil y el impacto sobre las exportaciones resto y también la evolución de antecedentes monetarios y otros que sirven como indicadores líderes para predecir lo que sería la evolución futura del PIB.

Todos esos efectos llevan a una previsión del orden del 2% y una proyección del gasto en –1,4%. Un punto destacable es que hacia fines de año las cifras de gasto y de importaciones mostrarían un crecimiento bastante significativo en términos de tasa de variación que representan la recuperación de niveles respecto a una base muy deprimida hacia el final del año 1998.

Conclusión:

- Los antecedentes preliminares indicarían una revisión a la baja de la proyección del PIB de 1999, más cercana al 2%;
- La demanda interna permanecería deprimida en 1999, pero la demanda externa neta generaría un efecto expansivo;
- Los indicadores parciales de gasto y actividad muestran evidencia tenue de un punto de inflexión del ciclo económico.

V. BALANZA DE PAGOS

Con respecto a la cuenta corriente, en términos de las exportaciones, lo que se ha observado es un comportamiento acorde con las proyecciones iniciales, si bien con un comportamiento más dinámico en las exportaciones resto y menos dinámico en las exportaciones de cobre, producto de su precio, pero en el caso de las importaciones están por debajo de las estimaciones preliminares en lo que va acumulado del trimestre.

Como consecuencia de estos factores, la proyección de cuenta corriente se reduce desde los US$ 3.700 millones que se había señalado la vez anterior, a US$ 3.500 millones y la balanza comercial se reduce en un valor similar que es de US$ 1.900 millones a US$ 1.700 millones.

La estimación de exportaciones se reduce levemente por efectos del menor precio del cobre y también por un eventual impacto y un menor crecimiento de la región sobre las exportaciones resto. Hay también una menor estimación de inflación externa.

Se mantiene la proyección de recuperación de las exportaciones principales, factor que ha estado presente en la evolución de éstas en el primer trimestre.

La estimación de las importaciones se reduce por el bajo nivel que han mostrado las compras del primer trimestre y la menor estimación de crecimiento e inflación externa para el año en su conjunto.

La suma de estos ajustes, más el ajuste del precio del petróleo que se revisa al alza, más otros ajustes menores en las cuentas de servicio por cambios, tanto en el precio del cobre como en el nivel de las tasas de interés, que hoy día serían mayores que las que se había anticipado previamente, determinan un resultado global de una baja en la proyección de cuenta corriente, en alrededor de US$ 200 millones.

VI. PRECIOS Y SALARIOS

En el último trimestre se ha visto que la inflación medida por el IPC, ha llegado a niveles en torno al 4%; se ha observado una leve tendencia a la baja en el IPC ajustado, porque se mantiene una brecha todavía entre la cifra medida y el IPC ajustado. Esta brecha debería reducirse, fundamentalmente, dentro del próximo trimestre. A igual fecha del año pasado había cifras de inflación ajustada por perecibles y combustibles anualizadas del orden de 8% a 9%, lo que determinó el repunte que se observa en el primer semestre del año 1998. En el margen, las observaciones de enero, febrero y marzo, estaban en cifras anualizadas del orden más bien de 3%; de mantenerse esa tendencia, se debería observar una corrección de las cifras de inflación en doce meses, dentro de los próximos dos trimestre, para que hacia el tercer trimestre se observe una convergencia entre lo que es inflación total e inflación ajustada.

Cabe destacar que sólo en los últimos datos se ha empezado a observar un ajuste más marcado en los componentes domésticos de la inflación, tanto en los salarios como en el IPC no transable.

Con respecto a la inflación de los transables, se ha mantenido controlada con niveles relativamente bajos, a pesar de la depreciación del tipo de cambio. Sobre esto, ciertamente ha influido la menor inflación externa, pero también ha influido un comportamiento procíclico de los márgenes que se reducen en atención a la evolución de las metas de la economía y esto absorbe, en parte, márgenes que se habían acumulado en períodos anteriores, años 1995 a 1997, donde sistemáticamente la evolución de los precios de transables medidos por el IPC, se ubicó por encima de lo que sería la estimación de la inflación externa más la evolución del tipo de cambio.

Las proyecciones de inflación son coherentes con la meta de inflación que está en 4,3% para fines de año, pero es importante señalar que respecto a la situación que existía a fines de 1998, se ha configurado, en los últimos meses, un cuadro más favorable para la reducción de la tendencia inflacionaria. Del producto hubo una mayor contracción de lo esperado en el cuarto trimestre del año pasado y también existe hoy una perspectiva de crecimiento, para el año 1999, más moderada de la que existía a fines de 1998. Ambos factores operan en generar una mayor brecha de capacidad que favorece la reducción de la inflación en su componente doméstico. Además, también se ha reducido la estimación de inflación externa, producto de la evolución del dólar en los mercados internacionales. Es un factor que también es favorable a la reducción de la tendencia inflacionaria, de manera que estos factores, que están implícitos en esta proyección, hasta cierto punto generan una mayor holgura, porque la proyección se ha definido de forma de acomodar un mayor nivel de tipo de cambio que absorbe las eventuales holguras que hay en inflación y señala que respecto a los niveles actuales, existe un espacio de depreciación real que es no inflacionaria al tipo de cambio. Eso es lo que está implícito en esta proyección, por lo tanto, a pesar de que el cuadro es más favorable para la reducción de la inflación que la que había hacia fines de 1998 y eso se puede expresar en distintos frentes, una forma de expresarlo es que hay más holgura para una depreciación real del tipo de cambio que no tiene impacto inflacionario, o viceversa, para un mayor crecimiento de la economía si eso fuera un factor alcanzable para ese período, y finalmente, las expectativas de mercado también son acordes con esta disminución de la inflación en el año 1999.

Conclusiones:

- El escenario externo, en términos financieros, se ha normalizado en los niveles pre-Brasil, aunque no hay señales de recuperación de los términos de intercambio o la demanda externa.
- Las condiciones monetarias se han relajado en el último trimestre.
- Los antecedentes preliminares del primer trimestre de 1999 indican señales para una revisión a la baja de las proyecciones tanto del déficit en cuenta corriente como de crecimiento del producto, y
- La mayor brecha de capacidad ociosa y la menor inflación externa favorecen la reducción de la tendencia de inflación.

El señor Presidente ofrece la palabra.

El señor Ministro de Hacienda, refiriéndose a la parte en que se hace mención a la situación fiscal y absorción, comenta que por primera vez escucha mencionar

el tema de "con uso o sin uso del fondo de estabilización del cobre y otros". Señala que si ahora se le quisiera sumar los usos, habría que reestimar hacia atrás el ahorro fiscal alcanzado, con los superávit que habían en esos fondos en el pasado, de otra manera, hay una especie de asimetría.

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, señala lo siguiente:

"Lo primero que debe enmarcar este análisis es que la economía chilena ha dejado atrás el período más duro de las turbulencias. Hoy la economía es menos vulnerable y tiene como horizonte un factor de crecimiento y de equilibrio macroeconómico y eso permanece inalterado en este informe respecto del anterior, o sea, creo que es un factor de continuidad en los análisis que ha hecho el Consejo y pienso que es importante destacarlo, porque cuando entramos ya más en detalle, creo que hay matices en cada uno de los informes que pueden ser diferentes, pero haciendo esta aclaración quisiera entrar en algunos aspectos que me parece importante destacar.

Creo que la comparación relevante de la economía internacional no es respecto de la estimación última, sino que respecto al año anterior, entonces, en el cuadro que presentó Luis Oscar (Herrera) respecto a la economía internacional, a mi juicio, el evento más destacado no es que la economía mundial esté creciendo más de lo que se pensaba que estaba creciendo. El evento más destacado es que la economía mundial está creciendo menos de lo que estaba creciendo antes, ¿por qué razón?, porque la estimación más actualizada del año 1998 es de un 2,5%, en cambio la estimación del año 1999 es un 2,3%. En marzo de 1999 se dice lo siguiente: en 1998 la economía internacional creció un 2,5% y para el año 1999 crece a un 2,3%, o sea, el factor de la economía internacional más importante es un deterioro y no una mejora. Creo que es importante ese aspecto, porque ayuda a entender otros aspectos posteriores. Es cierto que el año 1999 tiene en marzo una expectativa de crecimiento superior a la que tenía en diciembre, pero ese es un factor menos relevante desde el punto de vista de si el impulso que lleva la economía internacional va en un sentido ascendente o descendente.

Desde el punto de vista que tenemos una base exportadora importante hacia Asia, vinculado a un crecimiento especialmente más lento, especialmente en el caso de Japón, pero particularmente en el caso de América Latina, con un producto esperado negativo para este año, el escenario externo del año 1999, desde el punto de vista de crecimiento, no es mejor que el año anterior.

En segundo lugar, no se ha logrado una recuperación sensible en los precios de los productos básicos que el país exporta. El único precio que ha aumentado es el petróleo, esto me lleva a pensar que durante el año 1999 se va a producir una caída adicional de los términos de intercambio, probablemente del orden del 2% a 3% respecto a

lo que se había estimado. Pensando que el cobre está a 64 centavos de dólar, por debajo de lo que se había estimado en enero, y el petróleo subiendo, eso da alrededor de 3 puntos adicionales en términos de intercambio, se obtiene en este cuadro una economía internacional que durante 1999 va a crecer menos que lo que creció en 1998, con precios deprimidos. La conclusión es que las exportaciones chilenas van a crecer algo menos. La estimación que ha presentado Luis Oscar es alrededor de un punto porcentual por debajo de lo que nosotros mismos estimábamos, o sea, es un crecimiento fuerte para este ambiente internacional, un crecimiento del orden de 7% es un crecimiento importante, pero obviamente es menos de lo que se esperaba anteriormente.

Creo que el lado positivo del análisis internacional es que hay una menor inflación externa, lo cual es naturalmente un factor estabilizador a nivel internacional y en segundo lugar, que se ha producido una estabilidad financiera en la región. Ese es el aspecto, desde el punto de vista de Chile, más positivo, o sea, los precios de los ADR han subido, los spread de los instrumentos bonos han bajado, lo cual significa una mayor estabilidad. Creo que el ambiente externo de la economía chilena es algo menos favorable en lo real y algo más favorable en lo financiero. Eso lleva al siguiente resultado: la balanza comercial está alcanzando niveles bastante razonables dentro de lo que se había pensado; el país es menos vulnerable en lo financiero, de modo que coincido con el resultado general del análisis en que esta menor expansión que viene por el lado externo de lo real y esta estabilidad financiera genera, lo que a mi juicio, es hoy día probablemente lo básico del análisis de las decisiones que tenemos que tomar.

A continuación, la intervención del Gerente de la División Internacional:

"Coincido con lo que ha señalado Jorge (Marshall). El sector externo no ha mostrado mejores condiciones reales para la economía chilena que en el año anterior. Se ha dado una desaceleración respecto al año pasado de la actividad económica en regiones muy importantes para nosotros, como por ejemplo, la europea. Europa durante 1998 fue refugio para las exportaciones chilenas que tuvieron que salir de Asia dados los problemas que había en esos mercados. Aún en esa situación externa que se ve como más complicada en nuestras exportaciones han continuado creciendo a tasas muy significativas en términos de volumen. Las cuentas externas continúan fortaleciéndose, particularmente si se mira la balanza comercial en doce meses o la cuenta corriente en doce meses. Puede ser un dato anecdótico, pero la cuenta corriente en el primer trimestre de este año, va a tener un saldo positivo, a pesar del nivel en que se encuentra el precio del cobre y los términos de intercambio. De hecho, la cuenta corriente en doce meses, prácticamente hoy día ya ha alcanzado el nivel proyectado para fines de año y hacia adelante no se debería esperar más elementos de ajuste dentro de nuestro esquema de proyección.

Ha sido sorprendente el resultado de las exportaciones, lo que está mostrando la buena base de competitividad en que se encuentra el sector externo que puede

enfrentar condiciones de los mercados internacionales más difíciles, a través de incrementos en los volúmenes de exportación. Las cuentas externas han mejorado, a pesar de un deterioro de la situación internacional, y el factor que explica esa mejoría no son sólo las exportaciones. Creo que la mayor sorpresa se refiere a un lag en demanda interna que se ha ido generando en los últimos trimestres, que ha ido más allá de lo que se esperaba, particular reflejo de esto es el nivel en que se encuentran las importaciones.

A esta situación de demanda interna más apretada que lo que había sido presupuestado, se le agrega un sector externo en lo financiero que ha estado mejor de lo anticipado, y en donde los principales o más significativos riesgos que enfrentábamos a principios de año, han ido disminuyendo en intensidad. Tal parece la situación en Brasil se va superando y los riesgos que se veían hacia finales del año pasado, de una masiva huida de capitales de los países emergentes, parece tener hoy día una probabilidad extraordinariamente baja. En ese sentido, se ve menor riesgo externo en lo financiero y una situación de demanda interna que es más apretada que lo que había sido anticipado.

El Consejero señor Serrano, señala lo siguiente:

"Coincidiendo con el análisis que hizo Jorge (Marshall), sólo deseo agregar una pequeña nota de cautela en este escenario. Efectivamente creo que tiene mucha al señalar que la combinación de elementos del escenario externo es una mayor estabilidad financiera y menor riesgo de que no tengamos financiamiento para nuestros déficits, pero a su vez, la situación real del sector externo es peor que la que teníamos, por lo tanto, creo que tenemos que ser bien realistas en cuanto a las posibilidades de crecimiento de la economía chilena en un escenario así. No vaya a ser que se nos dé la combinación en la cual empezamos a tener abundante financiamiento, abundantes flujos de capital, impulsamos un crecimiento demasiado rápido y la cuenta corriente se nos deteriora rápidamente, porque como dijo recién Guillermo (Le Fort) una parte importante de la explicación de que nuestro sector externo se vea mejor en sus cuentas, es una caída mucho mayor de las importaciones que lo que habíamos anticipado, entonces, la nota de cautela la pongo en cuánto impulso se le puede dar a esta economía, dado este escenario externo bastante deprimido para nuestro sector exportador."

La Consejera señora María Elena Ovalle, en relación a la tasa de desocupación que según el informe se ha incrementado gradualmente y se habla de cierta estabilidad de la misma y del nivel de empleo en los próximos meses, consulta sobre la proyección de estas variables.

El señor Herrera responde diciendo que para la proyección inicial se calculaba tener, a fines del año pasado, un crecimiento nulo de la ocupación durante el presente año. Con lo que ha sido la evolución reciente del empleo, de mantenerse niveles

similares a los actuales, se podría observar una ligera caída negativa, una caída en los niveles de empleo promedio del año 1999 en relación a 1998. Agrega que es difícil precisar los montos, pero de mantenerse los niveles actuales, dado que todavía existe crecimiento en el segundo trimestre del año pasado, comparando en doce meses, se obtendría entonces una tasa negativa en los próximos trimestres y eso llevaría a que el año en su conjunto, no estemos muy lejanos al 0%, pero que sería probablemente negativo.

A continuación, el señor Presidente señala lo siguiente:

"El ajuste que se implementó el año pasado ha cumplido plenamente su propósito. Creo que con las cifras que logramos hacia fines del año pasado, y las que se comienzan a ver este trimestre, lo que nos pareció en un momento un enorme riesgo para esta economía de una situación extraordinariamente difícil, ha sido resuelto. Desde ese punto de vista, el ajuste ha cumplido un papel extremadamente útil, muy valioso para sentar las bases para un crecimiento futuro más estable, más permanente.

Habiendo dicho eso, también debo decir que los resultados que estamos viendo ahora son, como ya se señaló, algo menos favorables de lo esperado y aquí hemos tenido impactos externos que fueron más allá de lo que nosotros mismos habíamos estimado. En primer lugar América Latina, varios países están revisando hacia abajo sus proyecciones de crecimiento, lo ha hecho recientemente Argentina.

El precio del cobre que pareció en algún momento recuperarse, ya dejó ese leve movimiento hacia el alza que tuvo durante algunos días y volvió a pegarse al nivel de poco más de 60 centavos de dólar, lo cual nos obliga a revisar nuestra proyección de su precio para el conjunto del año.

Los términos del intercambio que estamos previendo ahora son menos favorables de los que veíamos originalmente, entre otras cosas porque el precio del petróleo, en rápida alza, está más allá de nuestras propias previsiones.

El racionamiento eléctrico que se inicia, llega justo en el momento de inflexión de la economía, lo cual nos va a causar muchísimos dolores de cabeza. Temo que probablemente no hemos internalizado todavía en sus implicaciones, no sabría cuanto ni cómo cuantificar esto, ni siquiera sabemos cuánto va a durar, pero de hecho, si no hay lluvias pronto, vamos a tener una crisis energética que va bastante más allá de lo que estamos observando hoy día, con lo cual su efecto sobre los niveles productivos puede ser también, sobre el lado de la oferta, complicado.

La pesca no se recupera, pareció que en un momento comenzaría a recuperarse como era nuestra esperanza y luego se volvió a establecer una veda sobre el jurel, parece que la anchoveta está un poco mejor, pero no se recupera la pesca a los niveles que tuvo en el pasado.

En ese contexto, es realmente una maravilla que lo que se diga en esta sala es que tenemos que revisar levemente nuestra proyección de crecimiento hacia abajo. Eso es un resultado que demuestra la fortaleza de la economía chilena: éste es probablemente el shock más fuerte que hemos experimentado desde la crisis de los años treinta y sin embargo, frente a ese shock que ahora vemos algo agravado, lo que observamos es una eventual revisión de nuestras proyecciones hacia abajo, pero la economía se mantiene creciendo, cuando en el pasado shocks de esta magnitud habrían significado caídas como las más reciente que fueron del orden del 15% en los años 1982 y 1983, mientras que ahora lo que vemos es una disminución del ritmo de crecimiento a algo muy moderado, pero no una caída.

En lo financiero, también concuerdo que se ven elementos menos negativos de los que vimos hace algún tiempo. Veo, tal como se señaló, holguras en las cuentas externas generadas por nuestro propio proceso de ajuste, a pesar de las malas circunstancias; una brecha producto-potencial que también nos da márgenes de holgura y una brecha gasto-producto que apunta en la dirección correcta para terminar el año con cuentas bastante bien equilibradas y creciendo.

En este contexto, un elemento que bien vale la pena destacar es la conducta del presupuesto fiscal. Creo que el presupuesto fiscal tiene que mirarse en el curso del ciclo y no solamente en un año particular. Resulta que estamos en un momento del ciclo en el cual caen fuertemente los ingresos fiscales por el precio del cobre, por la caída de la actividad y el gasto interno que afecta fuertemente los ingresos fiscales, de modo que, si uno mira el problema del gasto fiscal en el contexto del ciclo, no veo ahí un motivo de preocupación. Por el contrario, creo que lo que uno tendría que insistir en materia de gasto fiscal, es que no sea procíclico, como desgraciadamente llegó a ocurrir de hecho el año pasado, sino que sea anticíclico. Desde el punto de vista de financiamiento fiscal, estoy muy convencido de que la posición del ciclo, que hoy día tenemos, es la que conduce a un superávit fiscal más pequeño o incluso negativo que debiera revertirse en una posición cíclica algo más favorable. Creo que allí, incluso, lo que podríamos pedir al gasto fiscal es un poquito de ayuda en materia de demanda en los momentos más difíciles de la recuperación para que morigere después su ritmo en la última parte del año en que la economía ya estará creciendo, como se percibe, a ritmo del orden del 5%. Si eso fuera manejable y factible sería el ideal de conducta.

Creo que en el balance, si bien los efectos externos han sido más graves que lo previsto, la marcha del ajuste ha sido muy satisfactoria y creo que será la oportunidad ahora para mirar en perspectiva hacia adelante la situación que prevemos favorable relativamente a lo que ocurría en el nivel histórico y favorable relativamente a lo que ocurre en otros países en nuestro continente y mirarla en ese contexto de equilibrio futuro de crecimiento continuado."

Enseguida, el Gerente de la División de Estudios da a conocer sus opciones, señalando lo siguiente:

"Del informe macro que se ha presentando hoy día, lo esencial que se puede concluir es que mirando el comportamiento proyectado de la economía para el resto del año 1999, se aprecia un grado de holgura respecto de las metas que se habían planteado para el año, algo mayor que lo previsto con anterioridad, al menos con la información que tenemos disponible a la fecha. En ese contexto, las opciones que parecen más recomendables respecto de la política monetaria, serían en términos globales, la de mantener la actual instancia y la de relajar la actual instancia en una magnitud coherente con estos grados de holgura que se han ido generando. En este sentido de lo que es una magnitud coherente con los grados de holgura se plantean dos variantes dentro de la opción de relajar, una que es reducir la tasa de instancia levemente en 25 puntos base y otra que es una reducción moderada de 50 puntos base.

Para discriminar entre las opciones, los elementos de juicio que se pueden dar son más o menos los siguientes: posiblemente sea descartable la opción de mantener la actual instancia sobre la base, justamente, de estas holguras que se han creado que permiten avanzar en la dirección de una tasa de interés algo más baja y algo más cercana a lo que han sido los promedios históricos de la década en materia de tasas cortas. También apoya esta misma idea el hecho de que actualmente estamos en la fase más fría del ciclo y por tanto, es de todas formas el momento más propicio para operar una reducción de tasa. Más adelante, cuando la economía comience a mostrar unos signos de reactivación, va a ser más difícil aconsejar y entender una reducción de tasas de interés adicional.

En este mismo sentido es que si uno quisiera discriminar entre las dos variantes de relajamiento, es decir, una de 25 puntos base y la otra de 50, se puede señalar algunos elementos a tener en cuenta en la misma dirección. Si por ejemplo, un elemento a tener en cuenta es hasta donde queremos llegar finalmente con la tasa de interés de instancia en lo que va de este ciclo económico, naturalmente la respuesta es diferente si es que queremos parar en, por ejemplo, un 6,5% anual mantenido por el año en su conjunto, a que si quisiéramos ver una tasa de interés más baja en el curso del año. Una tasa de interés de 6,5% anual, mantenida por todo el año, aprovecha estas holguras que han sido aludidas con anterioridad, sin que por lo menos con la información que tenemos disponible hasta ahora, se corra un riesgo innecesario en términos de una aceleración descontrolada. Los elementos que presentaba Luis Oscar adicionales a la tasa de interés, que podrían estar incidiendo sobre el comportamiento del gasto parecieran señalar que cualquier recuperación del gasto hacia el futuro va a estar acotada justamente por estas otras cosas, en particular, un menor influjo de capitales en promedio, términos de intercambio más reducidos y una demanda externa también más reducida y un comportamiento de la masa salarial, salario por empleo, también en una dirección descendente antes que ascendente.

Cómo se llega a este 6,5% es la pregunta importante. Si llegamos en dos oportunidades, por ejemplo, procediendo a rebajar 25 puntos base ahora y 25 puntos base en unas semanas o en un mes más, es ligeramente distinto a si se procede de una sola vez a reducir a 6,5% en el día de hoy. La alternativa de reducir 25 puntos base ahora, con la idea de reducir otros 25 puntos base, pero también con la posibilidad de reevaluar esta opción, tiene la ventaja de la gradualidad, de la coherencia con lo que ha sido el movimiento de tasa hasta ahora, de parte nuestra, y tiene la ventaja de que es una reducción que permite la siguiente sin demasiados traumas.

La reducción a 6,5% de una sola vez, tiene justamente las desventajas asociadas a las ventajas anteriores, pero por otro lado, también es cierto que reducir en 50 puntos bases hoy día en que es muy posible que estemos en la fase más fría del ciclo, es tal vez la mejor oportunidad para hacerlo antes de que tengamos algunas señales de reactivación más importante.

También creemos que cualquiera sea la reducción de tasas que eventualmente se implemente, si es que se implementa como decisión del Consejo, no se ve aparentemente un riesgo de una presión muy fuerte sobre el peso. Es cierto que hay una relación de arbitraje que mirar en esto y que si se reducen las tasas de interés doméstica se aumenta la probabilidad de un cambio en el signo de los flujos de capitales que pudiera depreciar el peso en el corto plazo, pero hay dos cosas que hay que mencionar. Respecto a la primera, que en la actual coyuntura lo que hay más bien es una posibilidad de influjo de capitales independientemente de los movimientos del tipo de cambio y por otro lado, si es que hubiese alguna presión hacia la depreciación que uno esperaría después de una reducción de tasa, ésta, creemos, estaría perfectamente enmarcada dentro de los márgenes que permite la actual banda cambiaria y de existir una presión por depreciación muy rápida, creemos que también sería un anticipo de una apreciación posterior, siguiendo nada más que la lógica de lo que es una ecuación de arbitraje, de modo que, en definitiva, no se prevee por ahí un aumento del tipo de cambio real que pudiera arriesgar una presión inflacionaria innecesaria.

Esos son los elementos de juicio más importantes en la decisión que se pueda tomar en el día de hoy."

A continuación, el señor Marshall comenta lo siguiente:

"En primer lugar, desde el punto de vista del mensaje, yo mantendría el mensaje central de la autoridad económica y del Consejo del Banco Central en el último tiempo, tratando de darle sí menos énfasis al argumento de que hemos llegado a la tasa promedio, porque creo que el argumento es más bien estadístico que económico, o sea, no hay nada que nos diga que una tasa promedio entre un período sea equivalente a la tasa de equilibrio promedio de otro período, razón por la cual trataría de ir de a poco desligándome de ese argumento.

Respecto de las opciones, a mi juicio, hay que salvar el problema que pienso que tenemos y es el siguiente: la discusión que hemos tenido acá y lo que está contenido en este informe, creo que amerita un reconocimiento de los nuevos antecedentes. Si nosotros como Consejo no hacemos un reconocimiento de los nuevos antecedentes que hemos tenido a la vista en esta reunión, creo que vamos a tener en el mediano plazo, y más bien, en el corto plazo, una pérdida de credibilidad respecto de los éxitos que hemos obtenido en materia de política, y por tanto, lo que creo que tenemos que tener acá es el criterio de la coherencia de un conjunto de informaciones que necesariamente incluye los siguientes elementos.

Primero, reconocimiento de los datos. Creo que tenemos que darnos cuenta que la economía mundial, los términos de intercambio, el precio del cobre, el precio del petróleo, América Latina, creo que hay que dar una cuenta breve de los antecedentes que hemos tenido a la vista, los riesgos por el lado real y por el lado financiero. Las derivaciones de eso son necesariamente dos. La primera es que nuestra aspiración de crecimiento para el año 1999 es menor, pienso que eso le hace bien a las políticas nuestras porque creo que alínea lo que estamos haciendo en materia de política monetaria, tanto por las expectativas privadas como nuestras propias perspectivas, o sea, pienso que más bien, a corto andar, nos vamos a tener que dar cuenta de que los datos van encauzados hacia un crecimiento en torno al 2%, entonces mientras antes el Banco actúe frente a eso, es un hecho positivo.

En segundo lugar, indicar de un déficit en la cuenta corriente aún menor del último entregado, estamos hablando ahora de un déficit en cuenta corriente, según los datos entregados por Luis Oscar (Herrera), del orden de los 4,5% o 4,6% del producto, una inflación en línea con la meta del año y una tasa de interés coherente con este conjunto de datos, a mi juicio yo me iría por la opción máxima que ha dado Felipe (Morandé) de una reducción de 50 puntos base. Además, indicaría que existen riesgos que se mantienen vigentes a nivel internacional, si bien la economía también es vulnerable se deben tener en cuenta dichos riesgos, creo que ese paquete es coherente, no altera en lo sustantivo el mensaje, porque todo esto tiene que estar dentro del mensaje de continuidad a lo que hemos transmitido.

Creo muy difícil que el Banco Central argumente una reducción más sustantiva sin modificar el resto de los datos, o sea, sin dar más información respecto al resto de las variables, o sea, entregar la información que hemos tenido a la vista al tomar esta decisión. Esa sería mi inclinación, ahora la forma concreta hay que verla, pero mi inclinación es en términos más simples hacia tomar la opción máxima que ha planteado Felipe."

A continuación interviene el Consejero don Alfonso Serrano, quien expresa lo siguiente:

"Los argumentos que ha dado el Gerente de la División de Estudios en cuanto a las holguras que se han acumulado y a los riesgos que se podrían correr al bajar en ½ punto la tasa, a mí me convencen y no vería motivo por el cual dejar pasar la oportunidad de hacerlo, dado el riesgo acotado y dadas las holguras que hay acumuladas. Sin embargo, coincido mucho con lo que ha señalado Jorge (Marshall), en el sentido de que no debiera uno sorprender a los agentes económicos con una baja un poco más brusca de lo que está habituado el mercado, sin dar una explicación convincente, porque, de lo contrario, podría interpretarse que tenemos algunos antecedentes que hacen que la situación sea más favorable de lo que es. Como no es así, simplemente uno debería reconocer que la economía está, hoy día, más fría de lo que habíamos pensado hace dos o tres meses, lo cual ha permitido acumular estas holguras.

Este escenario, que es peor que el que habíamos anticipado, tanto por el lado de la demanda interna como por el lado de la demanda externa, hace absolutamente necesario revisar nuestra proyección de crecimiento. Mi preocupación es que los analistas infieran que si se mantiene la proyección del 3% para el año, eso significa que el gasto no va a crecer sólo 10,7% en el cuarto trimestre y las importaciones 22%, sino que algo bastante mayor que eso. Lo anterior puede hacer concluir que tendremos un nuevo ajuste en el primer trimestre del año 2000. De tal manera, creo que es un ingrediente indispensable en esta decisión, que se acompañe con un -llamémoslo- sinceramiento de las cifras."

La Consejera señora María Elena Ovalle también está de acuerdo con la baja de 50 puntos, debido a que el gasto viene cayendo en forma sostenida, el déficit de cuenta corriente se está corrigiendo ya que por el lado de la balanza comercial se observa una desaceleración brusca de las importaciones y que estamos experimentando una recuperación más lenta de lo esperado.

El Consejero don Pablo Piñera se suma a la mayoría.

El señor Presidente señala lo siguiente:

"Los argumentos que entrega la División de Estudios y lo que han comentado los Consejeros son argumentos bastante convincentes que apuntan en la dirección de apoyar una baja de las tasas de interés del orden de 50 puntos base. La preocupación principal ya la señaló Jorge (Marshall) y yo la comparto plenamente, es el problema de la credibilidad del Banco. Nosotros hemos estado transmitiendo, cuidadosamente, un mensaje de prudencia y gradualidad en la baja de tasas, previendo lo que puede ocurrir hacia fines de año, teniendo a la vista antecedentes algo diferentes de los que hemos comentado aquí. Al tener estos antecedentes y comprobar los márgenes de

holgura, parece razonable una reducción de la tasa algo mayor, pero me parece esencial que eso pueda transparentarse, que eso pueda señalarse, de modo que la tasa pueda ser justificada sobre la base de los antecedentes nuevos que tenemos, particularmente en relación con las circunstancias externas que, desde el punto de vista de los resultados, para la economía chilena se han deteriorado y al mismo tiempo, del progreso del ajuste que abrió algunos márgenes de holgura aún en esas circunstancias. Ese conjunto de elementos nos lleva a apoyar una reducción de tasa algo mayor de lo que el mercado está esperando.

Creo que la forma en que esto se comunique tiene que ser muy cuidadosa, para evitar el problema de credibilidad que pudiera generarse, de modo que tendríamos que hacer algún trabajo especial. Por lo demás, no podemos comunicar esto antes de las 6 de la tarde. Debiéramos preparar un breve comunicado de prensa, que pudiera ser mañana extendido en mi nueva presentación al Senado, dando una explicación más general y completa de lo que se ha tenido a la vista para apoyar esta reducción de tasa.

Tengo sólo un punto de preocupación adicional y es si debiéramos nosotros publicar una revisión, que es de todos modos tentativa, de un punto en la proyección de crecimiento del año.Tengo algunas dudas al respecto, me parece que en primer lugar, la información que tenemos es tentativa y así lo decimos, estamos basando la descripción tentativa respecto del primer trimestre y las revisiones podrían volver a ocurrir y no es conveniente estar revisando cifras a cada momento. Posiblemente uno podría buscar alguna fórmula que no implicara revisar formalmente una proyección de 3% a 2% o hablar de un rango o hablar en términos un poquito más generales, respecto de que se estima que la proyección de 3% está en el lado alto del rango más probable, dadas las nuevas cifras, o algo de ese orden, yo quisiera que cambiáramos un poquito de impresiones sobre ese punto, me gustaría conocer las opiniones de los Consejeros después de escuchar al señor Ministro de Hacienda."

El señor Ministro de Hacienda señala lo siguiente:

"Yo quisiera compartir con ustedes la preocupación que veo por el lado, podríamos llamarlo sectorial, microeconómico, como quiera llamarse aquí, respecto de un componente que no veo bien detallado en los análisis que se han hecho. Aquí hay una especie de simple extrapolación o supuesto de que haciendo a) o b) o c) en el escenario externo mejorado que se menciona, va a responder de alguna manera el sector privado y llenar este espacio y generar la demanda efectiva para salir de lo que sería ya, con los datos que vamos a ver en marzo en las próximas semanas una recesión técnica, literalmente, seis meses negativos, que por lo demás habían sido, de alguna manera, insinuados por el Presidente del Banco.

He estado reunido con bastantes agentes económicos de los distintos sectores en las últimas dos semanas y sería largo entrar a detallar aquí cual es el estado de situación de los sectores, pero veo un ánimo, por ponerlo así, francamente depresivo, es decir, esto

tiene tres componentes. Primero y eso es lo positivo, una acogida a través de un trabajo en conjunto de ir progresando en las señales que se den y en las expectativas que se den, en general, en la economía y en los distintos sectores. Segundo, un round detallado de la situación, sea de inventario, sea de demanda efectiva percibida, sea de proyecciones propias de crecimiento y revisiones, sea de situación de cómo el mercado salarial, L x W coincidiendo con lo que decía Luis Oscar (Herrera), se prevé una baja en la ocupación y por lo tanto el impacto de eso sobre ventas, demanda, proyecciones, con una sola excepción que fue el representante del sector agrícola que dijo que los problemas iban por otro lado. Pero claro, estamos hablando del representante y probablemente del único sector que tiene crecimiento claro y relativamente fuerte este año y que subevaluó o no priorizó el tema del costo del crédito, tasa de interés, todos los demás lo pusieron de nuevo en la palestra respecto a su importancia en esta mezcla de cosas que se ven para el año 1999.

Dentro de expectativas que calificaría aquí en la privacidad de este Consejo como extraordinariamente malas, depresivas, desánimo, por una combinación de factores pero por una combinación que está muy dominada por los datos duros del primer trimestre y por la comprobación, y así lo dijo el representante del Comercio, entre otros, que esta supuesta tocada de piso, que se había percibido e insinuado hacia febrero, se contradice con lo que ellos están mirando en marzo, y dos de ellos mencionaron esta caída fuerte en las exportaciones que nosotros, por el lado de las cifras fiscales, ya estamos viendo de que las cifras de exportaciones de marzo en realidad corrigen hacia abajo fuertemente lo que aquí internamente o en otras reuniones habíamos discutido.

Creo que el problema principal, y es tal vez la diferencia que tengo con algunas apreciaciones y es mi obligación decirla derechamente aquí, es que la diferencia principal no está en absoluto respecto del diagnóstico del sector externo, que más menos correcciones u opiniones, yo podría citar a otros varios que piensan en contrario, digamos una cosa muy cualitativa, el hecho es que si uno revisa las proyecciones sobre la economía americana hechas en noviembre, diciembre, enero y ahora en marzo, ve una situación corregida hacia arriba, ¿cuánto hacia arriba? es discutible, pero hacia arriba, y eso compensa a Brasil y el hecho que si uno comprueba lo que cada uno de nosotros hubiera pensado respecto de Brasil y su contagio o su incidencia en la región, es algo mejor la situación de hoy día de lo que pensábamos que eso iba a ocurrir en el impacto en la región. Respecto de la capacidad del propio Brasil de corregir su desequilibrio, con acciones directas como se han tomado, entonces el sector externo lo veo algo más tranquilo, más acotado de lo que veía ese mismo sector en enero, febrero.

Luego, el dato duro viene por el lado de las importaciones y no necesariamente por el lado de las exportaciones. Yo tengo una diferencia de apreciación, por el lado de las exportaciones. Si no fuera por Codelco y su maxi programa de producción de cobre y su maduración de inversiones de 2 a 3 más grandes del sector privado, estaríamos en una situación de exportaciones totales no tan positiva como aquí se ha indicado, porque cuando uno se mete adentro de las exportaciones, salvo algunos efectos

de saldos, ve que hay que recurrir a las "exportaciones otros" para mostrar crecimiento del 8% o de ese orden. Entonces la gran corrección, y reconozcámola, ha sido por la caída en el gasto, promovida por el ajuste, por la disminución en la demanda y por el reflejo en las importaciones que ha superado, por los datos a marzo, cualquier proyección que se hubiera hecho acá.

Por consiguiente, tenemos una situación de déficit en cuenta corriente proyectado, que ya está en 3.500 ó 3.550 millones de dólares para el año. Esta situación con otros datos, en otros períodos se mencionó que eran como la meta prioritaria a solucionar, a financiar y a sobrepasar y creo que eso se ha logrado y coincido con las palabras del Presidente del Banco respecto de la importancia de lo logrado. Pero lo que temo es de que, por esta situación de expectativas negativas, perversas por este desánimo general que uno percibe en los sectores, de los dirigentes gremiales y bueno en la opinión pública, basta leer los diarios, lo que temo es que estamos posiblemente arriesgando una situación bastante más compleja en su impacto en 1999, por lo tanto en las bases para el 2000. A lo mejor aquí ha sido dicho, porque podemos estar arriesgando de alguna manera un escenario de ir achicando y achicando la economía, en ese sentido veo la cosa compleja doble, en temas más sutiles como la segunda llegada, no veo de que esto corre por un lado dado que hay los espacios que aquí se han señalado, en el mercado laboral, en el mercado cambiario, claramente con lo que ocurrió en marzo y hasta esta fecha, con la mayor y relativa tranquilidad externa, llamémoslo así, sin poder asegurar indefinidamente que eso va a seguir de un lado a otro. Ese es el dato duro hoy y sobre todo por los datos de importaciones en cuenta corriente financiada y manejable a los niveles que tenemos, entonces comparto completamente la insinuación o diferencia de política de ir a la rebaja en el ½ punto hoy día como aquí han dicho los Consejeros y el Presidente. Pero a su vez se debe anotar expresa y como quien dice bruscamente el hecho de que eso lo hacemos o lo conectamos a que el Banco a semanas de haber ido al Senado, con su Presidente, y haber mantenido una meta más menos en torno al 3%, la rebaja a 2%, yo no sé si el resultado esperado, dada esta situación de expectativa y desánimo que constatamos que tiene que ver con demanda efectiva y proyecciones. No sé si la cura va a ser mejor que la enfermedad, no sé si vamos a terminar al final peor, porque, así como Alfonso (Serrano) señala algunos cálculos que algún analista pudiera hacer para el cuarto trimestre, uno podría decir bueno cómo será el escenario, en realidad de apriete y recesivo, y falta el IMACEC de marzo, que no sé cuando se va a dar y falta la constatación pública de la caída de las importaciones y faltan muchos datos que se dieron en la evolución de los sectores para decir, "ah, la situación en realidad tal vez no es ni siquiera del 2% sino que puede ser bastante peor y por lo tanto ahora el Banco se apura a bajar las tasas no en cuarto punto sino en medio punto".

Creo que la conjunción de esas dos cosas habría que mirarla en términos de esta economía política rara que tenemos y este desánimo en general que uno constata, en que a la gente le cuesta ver elementos claros de reactivación interna, a la fecha, por los precios relativos y situación que tenemos, y más bien cuando uno lo lleva al sector externo en las "exportaciones otros" y el recurso del sector minero, resulta que algunos, como me

pasó hoy día en la mañana, ven que éste es un crecimiento casi estadístico no más, pero que en realidad el país está achicado y aplanado y va a seguir así por todo el año 1999.

Si esto lo extrapolamos hacia fin de año, y vemos el impacto primero en los ingresos fiscales que Luis Oscar (Herrera) comentaba, y su impacto sucesivo en los tres trimestres que vienen, en la presión de economía política también. Seamos claros, por mayor gasto, que no lo va a haber en lo fiscal para salir al paso de él y por el empalme, al menos en el lado de inversión privada entre 1999 y el 2000, creo que tenemos un escenario de desviación negativa bien compleja, que es el riesgo que más me preocupa y en esto tenemos que ser coherentes, porque antes el riesgo que más nos preocupaba, y eso lo compartíamos, era cuenta corriente, balanza de pagos e incertidumbre en la cuenta de capitales y eso lo hemos ido, de alguna manera bien sobrepasando, solventando. Ahora está este riesgo, no digo que sea una certeza, estamos hablando en términos probabilísticos, y es que hablamos de un país aplanado, por lo menos que las cuentas macro señalan un mayor dinamismo sobre todo en la inversión privada que es la que tiene que tirar el carro para arriba.

En ese sentido voy a ser bien crudo para ilustrar mi punto, yo no voto en este Consejo, pero tengo una obligación de dar mi opinión, yo creo que si la alternativa fuese, dado este convencimiento que tengo de las malas expectativas privadas reinantes, una combinación de factores que no es del caso aquí reseñar, si la noticia esta noche fuera que se rebajó la tasa de interés medio punto y se revisó la meta de crecimiento de 3% a 2% y que se le ponga más o menos al 2%, me da la impresión que vamos a ahondar este problema raro, estas expectativas que uno percibe día a día en forma creciente respecto a una alternativa más gradual de un cuarto de punto pero que dé el tiempo a socializar, a ser la dialéctica necesaria de lo que en realidad está transcurriendo, creo que podríamos caer en una situación de alguna manera más compleja. Con esto yo no quiero decir de que en mi opinión sea muy probable el 3%. Yo he dado opiniones en esto aquí antes, pero creo que tenemos que tener cuidado que el clima psicológico, empresarial y sectorial que se vive y creo no dramatizar al decir que es muy complejo."

El Presidente consulta sobre comentarios adicionales.

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, solicita profundizar lo que ha dicho el señor Ministro, pues lo que él entiende que plantea es hacer algo en dos etapas, por ejemplo, hacer un cuarto ahora y no modificar nada más.

El señor Aninat señala lo siguiente:

"Antes de esta reunión, yo estaba convencido de que se requería una señal más rápida dados los datos respecto de baja de tasa de interés de 7% a 6,5%.

La variante que escucho aquí, por primera vez, es hacerlo en un contexto de que se dé una a una rebaja al 2% en la tasa de crecimiento. Lo segundo, dada la información de la apreciación y expectativa sectorial que yo me formo, lo encuentro tan complejo, que en mi opinión, estaría más favorable, si ese fuese el caso, a ir a una reducción más gradual ahora y no hacer comentarios sobre la meta de crecimiento. Pero ir fabricando el tiempo y el escenario para poder, de alguna manera, trabajar ese tema con el sector privado y que se tome como una noticia mucho más digerida, y en esto no estoy haciendo fuego porque también, todos sabemos que los analistas no están con una tasa de crecimiento del 3%. Creo que lo que me causa problema de la apreciación que aquí se da, es de que habiendo un claro espacio de demanda efectiva y habiéndose más que cumplido las metas previsibles del déficit de cuenta corriente y habiéndose tranquilizado, por las razones que sabemos, en buena parte la cuenta de capital y habiendo espacio obligado del tipo de cambio y de la inflación, acompañemos esta medida siempre con una corrección, de alguna manera, negativista, sobre lo que los propios privados están pensando, y quiero ser preciso, a lo mejor los privados están pensando, si uno lee la segunda línea, que el crecimiento en realidad está en torno al 0%."

El señor Massad dice tener también alguna preocupación por el tema de la baja formal de 3% a 2%, y su preferencia está en buscar alguna forma de transmitir la información de que el riesgo que se ha generado es un riesgo más hacia abajo, y más adelante, una vez que se tengan todas las informaciones disponibles se fije la cifra o se establezca un rango hablando de un rango de crecimiento de 2% a 3%, que por lo demás es una cifra que ha sido de un modo u otro transmitida.

Opinión del señor Vicepresidente:

"Creo que nosotros no somos capaces de producir, de aquí a mañana, nuevas proyecciones que tengan el carácter de oficial, pero creo que es imposible mañana anunciar ½ punto de baja de tasa, sin dar la claridad en la dirección que se están moviendo, o sea, decir que el 3% está en rango alto creo que es suficiente, o sea, habría que ver la forma en que se dice.

Opinión del Gerente de la División de Estudios:

"Se puede reconocer que hay un comportamiento por debajo de lo esperado en materia de crecimiento durante el primer trimestre y que eso aumenta el riesgo de una situación más contractiva durante el año y por tanto, hay una reacción coherente de parte de la política monetaria, entre otras cosas."

Opinión del Gerente de la División Internacional:

"Yo iría por el mismo lado, creo que la política monetaria se ajusta en razón de que ciertos elementos informativos muestran que el crecimiento de la economía podría estar más abajo de lo originalmente anticipado. Esa acción va en sentido de corregir, de tal manera de que creo que no vale la pena cambiar el marco global por el hecho de que se esté realizando un ajuste de la política. Estamos sintonizando para estar mejor dentro de ese marco global, ahora desde luego al mirar las cifras, los analistas se dan cuenta, de que lo más probable es que el valor esperado del crecimiento esté por debajo de lo esperado. Pero el énfasis de la autoridad debiera ser en el sentido de seguir guiando el barco en la dirección prevista, en término de las metas fundamentales y también de las grandes proyecciones. No creo que cada 2 ó 3 meses se deban estar cambiando las proyecciones globales para el año."

Opinión del Gerente de Programación Macroeconómica:

"Primero, es señalar lo que puede aparecer, lo mencionó el Ministro en su exposición, una disparidad entre lo que es la percepción de los analistas y de los dirigentes empresariales respecto de lo que son las proyecciones. Hay una disparidad que nosotros también reconocemos de lo que debe ser la evolución de la economía total, que incluye sectores especiales como la minería y la agricultura, que van a ser un aporte positivo de crecimiento con respecto al resto de la economía, el resto de la economía, estamos hablando de un 2% global, estamos hablando de un 1% o algo menos para el resto de los sectores, lo que significa que hay varios sectores individuales que van a estar con tasas negativas cercanas a 0% y algunos con tasas levemente positivas. Entonces ahí hay una disparidad aparente en la cifra global pero no en el análisis de lo que son los sectores más individuales, y en segundo término, una forma intermedia de salvar este punto entre las proyecciones, es reconocer que el crecimiento del primer trimestre está casi un punto por debajo de lo que habíamos anticipado o la estimación preliminar que tenemos del crecimiento del primer trimestre podría alcanzar hasta 1 punto por debajo de lo que habíamos estimado en doce meses, lo que automáticamente reduce la proyección para el año, pero sin afectar lo que es la proyección de recuperación, o sea, estadísticamente sólo por haber reducido un punto la estimación inicial tenemos ya una reducción de casi 0,25% en la tasa anual, sin que cambie por eso lo que es nuestra perspectiva de recuperación hacia delante. Mencionarlo en esos términos, de que el crecimiento puede ser más negativo de lo anticipado inicialmente, porque el crecimiento del primer trimestre fue más negativo de lo que esperábamos, es una forma tenue de poner esta revisión de proyecciones y que salva por lo menos casi medio punto o sea el 50% de la revisión."

El Consejero señor Serrano señala lo siguiente:

"Solamente para aclarar, no estoy pidiendo una revisión formal y pública de nuestras proyecciones de crecimiento, pero creo que hay que hacer un reconocimiento, no sé si tomando alguno de los elementos que se han señalado acá, o sea, reconocer que lo que ya pasó es peor de lo que esperábamos y me parece bien, que por algo estamos haciendo esta medida, porque justamente vemos mas deprimida la cosa, pero no mantener como un punto de referencia este 3%."

Finalmente, el Presidente concluye en que el Consejo está de acuerdo en que no es necesario hacer una revisión formal de la proyección de crecimiento, que sin embargo hay que transmitir, de alguna manera, que la situación es distinta que la que se veía hace algunas semanas y eso se puede hacer señalando los riesgos incrementados y propone hablar de un rango de 2% a 3% como una forma de resolver este problema.

A continuación, el señor Massad presenta el siguiente Comunicado:

"El Consejo del Banco Central ha resuelto en el día de hoy reducir su tasa de instancia monetaria en cincuenta puntos base, desde UF más 7,00% a UF más 6,50% anual. Complementariamente, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan a la baja en igual magnitud.

Esta decisión, que se une a las reducciones anteriores de la tasa de referencia, es coherente con una trayectoria de la política monetaria que responde con prudencia, pero a la vez con prontitud, a las condiciones que se proyectan para el año en curso. Estas, estrechas como consecuencia de las circunstancias económicas en la mayor parte del mundo, incorporan a su vez la previsión de un comportamiento favorable en la inflación respecto de la meta, de un déficit en cuenta corriente muy controlado y de un crecimiento de la actividad económica algo inferior a lo proyectado con anterioridad, en un rango entre 2% y 3% anual.

Asimismo, esta reducción de la tasa de instancia facilita el ajuste de las tasas de interés de mercado de corto plazo hacia niveles similares a los que exhiben actualmente las tasas de plazo más largo (con lo cual se tiende a hacer más plana la curva de rendimientos), característica habitual en los puntos de inflexión del ciclo económico que inician a una recuperación.

El Banco Central reitera que no existen obstáculos importantes para que la economía alcance en los trimestres venideros una recuperación moderada del ritmo de actividad económica, en un contexto de baja inflación y un déficit de cuenta corriente perfectamente dentro de las posibilidades financieras del país como resultado de las políticas de ajuste

aplicadas en 1998. El Banco Central continuará administrando sus políticas con la flexibilidad y prudencia necesarias para facilitar esta recuperación."

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

Por último, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

743E-01-990406 – Fija Tasas de Interés – Memorándum N° 11 de la Gerencia General.

El Consejo acordó instruir al Gerente General para que, a partir del 7 de abril de 1999, fije las siguientes tasas de interés (equivalente anual sobre U.F.):

Depósito de Liquidez 5,25%

Línea de Crédito de Liquidez
1er. Tramo 6,50%
2° Tramo 8,50%
3er. Tramo 10,50%

Se levanta la Sesión a las 18,00 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