BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 727E

Informe monetario correspondiente al cuarto trimestre de 1998.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 727E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el martes 12 de enero de 1999

---

En Santiago de Chile, a 12 de enero de 1999, siendo las 13,10 horas se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia 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 Subrogante, don Carlos Pereira Albornoz;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le-Fort Varela;
Gerente de División 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 Subrogante, doña Marta Prat Huerta.

El Presidente inicia la sesión señalando que ésta ha sido convocada para tratar la instancia monetaria trimestral y agradece la presencia del señor Ministro de Hacienda.

A continuación el Gerente de Programación Económica presenta el siguiente informe correspondiente al cuarto trimestre de 1998.

Evolución reciente de la economía internacional y sus implicancias en la economía nacional: Según proyecciones efectuadas por el Fondo Monetario Internacional y lo que se ve a través del año, existe un deterioro progresivo de las expectativas de crecimiento para el año 1998, lo cual se refleja en un ajuste más profundo de lo estimado para el crecimiento mundial del segundo semestre del año 1998. Al mismo tiempo, ha disminuido la velocidad de recuperación de la economía mundial para el año 1999. En un principio había una diferencia positiva en la trayectoria de recuperación entre el año 1998 y el año 1999, pero hoy día la revisión de las cifras marginales refleja una tasa de crecimiento en 1999 similar a la del año 1998.

El otro punto a destacar es que las revisiones de proyecciones, en términos de magnitud, han tendido a disminuir, lo que refleja que al mismo tiempo hay un acotamiento de los factores de riesgo para la evolución de la economía mundial de 1999. En el mes de octubre existía más incertidumbre debido a que los factores de riesgo eran mayores. Hoy, a nivel de los mercados

financieros, se está trabajando con un mayor grado de confianza y eso se refleja en que las revisiones son menores.

Este menor crecimiento mundial en el año 1998 y el deterioro de las perspectivas para el año 1999 se ha traducido en una disminución de los precios en materias primas en el último trimestre de 1998 y lo que ha transcurrido de 1999.

El cobre aparece con un precio alrededor de los 65 centavos de dólar que viene siendo el menor, en términos reales, desde la década del 30. Otras materias primas también han ido evolucionando a la baja, salvo el precio del petróleo que ha ido en alza, debido a la tensión existente entre Irak y Estados Unidos de América, pero en general, se está en niveles menores que los que fueron presentados en la revisión de octubre.

Al mismo tiempo, en una situación de ciclo recesivo o semi recesivo de la economía mundial, con desaceleración y precios en materias primas controlados, las perspectivas mundiales de inflación han evolucionado positivamente, no existiendo en ninguno de los grandes bloques amenazas importantes de inflación. Por el contrario, se ha visto un descenso en las perspectivas de inflación para el próximo año.

La suma de los factores indicados, significa que las tasas de interés en la política monetaria, están disponibles como para evitar y acortar los riesgos de una recesión global y así se han realizado cortes tanto en Estados Unidos de América como en Europa. En Estados Unidos existen dos cortes, desde la última reunión, para llegar a tasas del orden de 4,75% y esto también se ha reflejado en el nivel que alcanzan las tasas de mediano y largo plazo.

Hay un incremento en las tasas de mediano y largo plazo, con respecto a la proyección de mediados del mes de octubre, que refleja que hay un relativo menor pesimismo. La confianza financiera ha evolucionado positivamente y eso ha permitido que inversionistas que se habían refugiado en este tipo de bonos más líquidos y más seguros, hayan salido nuevamente a mercados más riesgosos, entre otros la Bolsa. Desde octubre a la fecha se ve una recuperación en los índices accionarios, observando que Standard & Poors o el Dow Jones han alcanzado niveles records en las últimas semanas y también ha habido una recuperación en las bolsas de países emergentes.

Lo mismo se ha reflejado en una normalización de los spread de riesgo soberano respecto a la situación que había en octubre y lo que es importante resaltar es que al final del período se va produciendo una separación entre Brasil y otros países. Probablemente, a medida que avance el tiempo y los ajustes de cada uno de los países y sus impactos sobre las variables macroeconómicas sean más visibles, los efectos "contagio" debieran ir disminuyendo. Es una hipótesis de trabajo que debería tenerse presente para 1999.

En conclusión:

- no hay una recuperación del crecimiento mundial en el año 1999, los precios de las materias primas han disminuido en el margen y por lo tanto, se está proyectando una caída de términos de intercambio con respecto a 1998 del orden de 5%;

- la inflación internacional va a permanecer controlada, pero la inflación medida en dólares va a aumentar por los efectos de paridades cambiarias, básicamente por la depreciación del dólar en el segundo semestre;

BANCO CENTRAL DE CHILE

- la política monetaria ha sido efectiva en términos de agotar los riesgos de una recesión global o por lo menos devolver la confianza a los inversionistas;

- aumenta la confianza en los mercados financieros internacionales.

Factores de riesgos negativos para la coyuntura internacional en el año 1999:

Sigue latente el avance que tenga el programa brasileño y está latente la posibilidad del colapso, pero como se dijo anteriormente, la perspectiva es que conforme pase el tiempo, el colapso puede ocurrir, pero las posibilidades de un contagio disminuyen.

El segundo riesgo es una corrección drástica de la Bolsa de Estados Unidos de América. A nivel de los analistas, no existen fundamentos sólidos para avalar los niveles actuales de la Bolsa y allí hay un punto pendiente, eso podría costar nuevamente un período de inestabilidad financiera en los principales mercados, lo que obviamente tendría consecuencias sobre nuestra cuenta de capital es y de mercados financieros.

El tercer riesgo es que pueden aparecer otros países emergentes en desequilibrio, producto de la disminución en los precios de materias primas.

Economía doméstica:

En términos generales, las condiciones monetarias han evolucionado hacia una normalización y reducción del costo del crédito respecto a la situación analizada en el informe anterior. Un factor fundamental, dentro de esto, es la desaparición de las expectativas de una depreciación violenta del tipo de cambio. Aquí está el premio forward/dólar/UF. Desde los niveles que había en septiembre y octubre, actualmente se manifiesta un marcado descenso que ha permitido también una evolución hacia la baja de las tasas de interés de mercado, sin que se presenten movimientos importantes en el tipo de cambio. La tasa de interés interbancaria se ha movido de acuerdo al objetivo establecido por el Banco, situándose en la actualidad en torno al 7,8%. Las tasas de mercado de 90 a 365 días y también las tasas largas, han respondido en coherencia con esa evolución y hoy las tasas de mercado son del orden de 7,6% para 90 días; 7,1% para 8 años y 6,9% para 20 años, o sea, se está de vuelta, incluso por debajo, de la situación que había a principios del primer trimestre del año.

En el mercado cambiario, si bien durante el último trimestre ha habido una evolución del dólar observado en torno al dólar acuerdo con fluctuaciones en períodos en que ha estado algo por debajo y en períodos en que ha estado por encima, más destacable es la depreciación que muestra el tipo de cambio multilateral en este período.

El tipo de cambio multilateral es el tipo de cambio nominal definido sobre la misma canasta que está implícita en el tipo de cambio real. Para llegar al tipo de cambio real hay que ajustar este tipo de cambio multilateral por la inflación interna y la inflación de los socios comerciales, la inflación en moneda local. Como esos son factores relativamente estables, dominan en el corto plazo los movimientos del tipo de cambio multilateral y el aumento que se ve en diciembre es el reflejo de lo que ha sido la trayectoria del dólar en los mercados internacionales, por lo tanto, se observa dentro del trimestre una trayectoria de depreciación del tipo de cambio real.

En resumen, desaparecen las expectativas de depreciación violenta del tipo de cambio; hay una normalización y reducción del nivel de las tasas de interés domésticas; el tipo de cambio multilateral y real se deprecia dentro del trimestre como consecuencia de la depreciación internacional del dólar y finalmente, sólo en el último mes del año se observa un repunte

incipiente de los ingresos de capital respecto a la situación seca que se produjo entre julio y agosto. Probablemente se produce una acumulación de algunas colocaciones que se habían postergado hasta esta fecha y eso es lo que se vio en diciembre, con entradas de capital hacia fines del mes algo mayores de las que hubo en meses anteriores.

Con respecto a la política fiscal, existen antecedentes efectivos hasta el tercer trimestre cuando había un cálculo de la absorción pública estimado en 8,7% de crecimiento para el año. La proyección para el año 1998 y su conjunto es del orden de 5,5%, lo que obviamente implica un cuarto trimestre del año de absorción pública negativo. El presupuesto aprobado para el año 1999, contempla un crecimiento del 2,8%, lo que corregido por proyecciones basadas en tasas de ejecución históricas, indicaría una tasa de crecimiento algo menor del orden de 2,3% en la absorción pública. En resumen, lo que está implícito en estas proyecciones es que la política fiscal adoptó una instancia muy restrictiva en el último trimestre de 1998 que contribuyó a intensificar la profundidad de ajuste de la demanda interna y, en segundo término, es que existe un compromiso de orientación neutral hacia 1999.

En relación a la actividad, demanda y empleo, los factores principales que se ven son una marcada desaceleración, principalmente del gasto interno que también arrastró consigo al producto. La desaceleración del gasto superó lo que eran las expectativas para este período. En esto influyen, al menos, tres factores. El primero, es una intensificación de la profundidad del ajuste monetario en el período agosto-septiembre-octubre, producto de las expectativas de depreciación del tipo de cambio dentro de la banda. Eso condujo a un incremento de las tasas de interés y a una profundización que no había sido anticipada para la política monetaria y cuyo impacto fue visible más rápido también de lo presupuestado en las cifras de demanda. En segundo lugar, la concentración de todo el ajuste fiscal en el cuarto trimestre del año; hasta el tercer trimestre había un 8,8% y en el último trimestre hubo cifras negativas lo que también contribuyó a concentrar presiones de contracción en ese período. En tercer lugar, la evolución negativa de precios de materias primas internacionales lo que ha influido en las exportaciones principales, tanto del cobre en la pequeña minería como de otros productos y es presumible un deterioro de expectativas que también influyó sobre esta contracción del gasto y, en definitiva, del producto.

Por otra parte, los indicadores parciales de actividad y gasto todavía no muestran un quiebre en esta fase de desaceleración del producto. En el caso del M1, desde mediados de año hay una disminución, lo mismo en el caso de la producción industrial en la que se observa una tendencia a disminución con una interrupción en el tercer trimestre, pero luego se sigue la tendencia de desaceleración. Lo mismo se observa con las importaciones no petróleo que muestran esta tendencia de disminución, pero todavía en los principales indicadores parciales de actividad económica no se ha visto un quiebre.

Proyecciones del PIB para el año 1999: Para el año en su conjunto, la proyección está cercana al 3%. La composición de este PIB estaría con un gasto interno deprimido, mientras que las exportaciones netas o la demanda externa neta ejercería un factor expansivo sobre el producto.

Dentro de la trayectoria del gasto, las proyecciones se basan en lo que serían las evoluciones de las importaciones de capital que mostrarían una contracción en términos de volumen en el año 1999 y también en las proyecciones sectoriales del sector de la construcción, basado en lo que serían los presupuestos de inversión pública, los catastros de proyectos conocidos y proyecciones conservadoras respecto a la edificación. Eso determina una contracción del sector de la construcción del orden de 4% que sumado a la contracción de la importación de capitales determina una tasa negativa para la formación bruta de capital fijo en el año 1999, con lo cual la

formación terminaría en torno al 31%, es decir, cerca de dos puntos por debajo de lo estimado para 1998.

La trayectoria de las exportaciones se basa en un repunte de las exportaciones principales, mientras que las importaciones se mantendrían deprimidas con una contracción neta en el año en su conjunto. Los factores que inciden en esta contracción son, por una parte, una proyección de los bajos niveles que han alcanzado las importaciones en el segundo semestre del año 1998 y respecto a esos bajos niveles, se proyectó una recuperación gradual, en el primer semestre, pero aún así, comparado con igual período del año anterior, implica una fuerte contracción y conforme hay un ajuste de base en el segundo semestre de 1998, se verían tasas de crecimiento positivas. La suma de eso llega, para el año en su conjunto, a una tasa de crecimiento negativa en 0,9%. Lo principal es que la información que hay hoy día en el margen de importaciones está muy por debajo de los niveles que se obtuvo en la primera mitad del año pasado. Eso determina que para el año en su conjunto, a pesar de que hay un crecimiento positivo del PIB, existe una reducción de volumen de importaciones, lo que en términos de valor significa tener importaciones con un ligero aumento, pero prácticamente congeladas.

En resumen, se estima un crecimiento para el año 1999 cercano al 3%, con una demanda interna que permanecería deprimida en 1999 para el año en su conjunto, pero con un repunte hacia la segunda mitad del año, mientras que la demanda externa neta ejercería un factor expansivo.

Los indicadores parciales de gasto y de actividad y que son coherentes con las cifras hasta el cuarto trimestre, no aportan cifras adicionales, pero ninguno de ellos muestra un quiebre todavía en el ciclo económico. Las proyecciones de crecimiento económico de analistas privados, en general, son más pesimistas que las que se ha señalado aquí.

En el tema de Balanza de Pagos, en el último trimestre del año se observó una importante corrección de las cifras de déficit, tanto de balanza comercial como de cuenta corriente. En definitiva, la balanza comercial cerró cercana a los US$ 2.600 millones y el déficit de la cuenta corriente fue cercano a los US$ 4.600 y US$ 4.700 millones, con un quiebre en el último trimestre que muestra el marcado ajuste de las importaciones en este período.

En relación a las importaciones, se observa que en la segunda mitad o a fines del año 1998 las cifras están casi US$ 500 o US$ 450 millones por debajo de las importaciones que hubo a fines de 1997 y eso es lo que se refleja en esta contracción del gasto interno y es la proyección de estos niveles, para el primer semestre de 1999, lo que lleva a realizar una proyección moderada para el año en su conjunto.

Con respecto a las exportaciones, en general han mostrado un menor crecimiento y menores niveles en el último trimestre del año, producto en el caso del cobre de un deterioro tanto de volúmenes como de precios. En el caso de los volúmenes, por problemas puntuales que enfrentó CODELCO en El Teniente.

Las exportaciones principales, no cobre, también se han visto afectadas principalmente por menores precios en este período y las exportaciones resto, después de un fuerte repunte que hubo en el primer semestre en comparación con el año anterior, se ha observado una normalización de las cifras hacia cifras similares a las que había el año 1997. Esto, compuesto por una reducción de precio pero compensado por el importante aumento de volumen para el año en su conjunto y también en los datos marginales.

Para el déficit de la cuenta corriente, las proyecciones para el próximo año se sitúan en torno a los US$ 3.700 millones, con una balanza comercial que estaría en torno a los US$ 2.000 millones.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Las importaciones se mantienen prácticamente constantes con respecto al año 1998 y las exportaciones han crecido por la influencia principalmente de la recuperación parcial de volúmenes en algunos productos principales, como la harina de pescado y productos silvícolas; la entrada en operación de nuevos proyectos en el caso del cobre y el metanol. En cambio, las exportaciones resto probablemente moderarán su crecimiento en el año 1999, producto de la desaceleración de Europa y Estados Unidos de América que durante 1998 fueron mercados principales de destino en el margen para estas exportaciones.

En relación a Precios y Salarios, se observa en la segunda mitad de 1998 un ajuste a la baja en la medición del IPC desde niveles sobre el 5% hasta el nivel finalmente alcanzado de 4,7% en torno a la meta planteada. Hay un contraste en lo que es la evolución del IPC total y la evolución de las mediciones subyacentes que refleja el aporte que realizaron los perecibles a la reducción de la inflación durante el año 1998 y en contraste la tendencia levemente creciente o el estancamiento en algunos casos de las mediciones más duras de inflación que estuvieron siempre por encima del 5% y se acercaron al 6%. Esto se descompone, principalmente, por un repunte de la inflación de los no transables durante el año 1998, reflejo del mayor estrechamiento que mostraba la economía a fines de 1997 y principios de 1998. Este estrechamiento se tradujo, por una parte, en un estancamiento de la moderación de la tasa de inflación de salarios y también en un repunte de la tasa de inflación de los no transables. Sólo en el margen de los últimos datos, se ha comenzado a ver evidencia de un quiebre en esta tendencia, esperando que la cifra de salarios, en diciembre, va a mostrar una importante corrección adicional a la baja, llegando a cifras del orden de 7%. Lo mismo debería suceder, a través del primer y segundo trimestre de 1999, con la inflación de los no transables.

Los transables, en cambio, han permanecido relativamente estables. Mostraron cierto grado de repunte en la inflación ajustada del primer semestre del año, pero luego mostraron un descenso que es más marcado en el caso de la inflación total de los transables, porque ahí están considerados varios de los productos perecibles. Hay un repunte en el dato marginal, pero que refleja sólo el impacto de los cigarrillos sobre la inflación, no es un factor de tendencia.

Con esta trayectoria de inflación reciente, basado además en las proyecciones que se entregaron anteriormente, respecto al ciclo económico con un crecimiento del PIB cercano al 3% y suponiendo una trayectoria de tipo de cambio en torno al "dólar acuerdo", se llega a una proyección de inflación que es coherente con la meta expresada para el presente año, alrededor de 4,3% para fines de año. Detrás de esta proyección es importante destacar que está implícito un ajuste de la inflación de los no transables y de los salarios, factor del cual sólo se ha visto señales incipientes hacia fines del año 1998.

El gran peso de esta proyección de inflación está en una desaceleración o de los salarios o de los márgenes. No se contempla, dentro de esta proyección, un aporte muy significativo ni de los perecibles, que habiendo terminado hacia fines de 1998 en línea con lo que es su nivel histórico, no realizarían un aporte adicional, ni de los combustibles. No se esperan aumentos adicionales, pero tampoco rebajas, solamente incrementos de acuerdo al tipo de cambio y sí se considera un factor positivo de los precios regulados, por ajuste, sobre todo en el transporte colectivo. Qué compensa esos factores o cuál es el factor que mueve hacia abajo la inflación? Es la posición del ciclo económico y su impacto sobre márgenes, salarios y costos. Ese es el factor que está implícito y ahí hay un riesgo o un punto todavía pendiente que ojalá se exprese dentro de los dos primeros trimestres y se empiece a observar correcciones en estas cifras. Estas cifras sí han sido ajustadas para reflejar un cambio de ponderación de la nueva canasta del IPC de la mejor forma que se ha podido realizar, pero obviamente quedan factores de riesgo y sobre cuál va a ser la evolución efectiva del nuevo IPC.

BANCO CENTRAL DE CHILE

CONCLUSION: Se estima probable el cumplimiento de la meta de inflación del año 1999. La proyección descansa sobre la desaceleración de la inflación doméstica en no transables y salarios. La evolución del tipo de cambio, en torno al "dólar acuerdo", es coherente con la evolución proyectada de la inflación y las expectativas de mercado consideran como probable el logro de esa meta de inflación.

Como conclusión general, el escenario externo real, en términos de intercambio y perspectiva de crecimiento, es levemente más pesimista o menos favorable del que había en el informe anterior, pero compensando eso, existe mayor confianza en los mercados financieros internacionales.

En este período, los mercados financieros domésticos han reaccionado favorablemente, se han reducido las tasas de interés, se ha observado un afianzamiento de las expectativas del tipo de cambio, en respuesta tanto a los desarrollos externos como a los logros alcanzados en las metas internas.

Finalmente, con la información que hay disponible a la fecha, se estima probable el cumplimiento de las metas de inflación y cuenta corriente para 1999, junto a un crecimiento del PIB cercano a 3%.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El señor Ministro de Hacienda señala lo siguiente:

"Indudablemente en los comentarios que se hace sobre el estimado de inflación futura o progresiva, particularmente los componentes que se tiene, como se está mirando mucho los datos históricos hasta la fecha, no se captura otro factor parcial de holgura potencial. Primero, una elevación de la tasa de desempleo. Tuvimos desempleo entre 5,8% hasta 6,1%; estamos probablemente hoy día sobre el 7,1% con facilidad; aumento en la fuerza de trabajo y los oferentes de trabajo que están relacionados con lo anterior como vimos en la última encuesta, es casi sorprendentemente fuerte. Segundo, que el efecto señal de los salarios fiscales, recién legislados en la primera semana de diciembre, 5% comparado con 9,8% del año anterior, con una inflación que estuvo en 4,7% que todavía no termina de digerirse en los contratos privados. De hecho vi el otro informe que me mandaron ayer que aparece algún índice de salarios corregido excluyendo servicios comunales donde está metido parte del sector público, está creciendo a 6%, ya no al rango de 7,8%, entonces, en el fondo, un mercado laboral más flojo por demanda, más oferente y señal de salarios fiscales 4 puntos porcentuales menos que el año anterior, algo debe ayudar en el tema de inflación para este año. "

La Consejera señora María Elena Ovalle consulta cómo se obtuvo la proyección de desocupación del 8% citada en el informe y si existe alguna proyección sobre la colocación de la cartera vencida en el sistema financiero durante el año 1999.

Responde el señor Luis Oscar Herrera sobre la primera pregunta, señalando que hay una proyección que se basa en antecedentes históricos. Sobre la base de indicadores macroeconómicos de actividad y su relación histórica con la evolución del empleo y la fuerza de trabajo, se proyecta tanto el crecimiento del empleo como de la fuerza de trabajo. Estas proyecciones tienen las siguientes consideraciones: Primero, hay un quiebre visible en las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas en términos de su comportamiento en el ciclo económico. Hoy día, las últimas cifras de ocupación son menos sensibles al ciclo económico de las que había en el período anterior. Estas proyecciones están basadas en el período completo y contemplan una reducción de la ocupación del orden de medio punto porcentual. Pero basado en lo que ha sido el

comportamiento más reciente del empleo, se espera un crecimiento probablemente más nulo, ajustándonos a lo que es el comportamiento de las cifras del INE en relación al ciclo económico.

Respecto a lo que es la proyección de desempleo, es bastante más difícil porque existe esta correlación entre empleo-fuerza de trabajo y lo que al final se está proyectando es la diferencia entre ambas y sobre eso existe bastante menor confianza.

En definitiva, se puede decir con un grado de mayor confianza que la evolución del empleo probablemente va a ser de un crecimiento nulo a través de 1999, con una desaceleración más marcada en el segundo y tercer trimestre del año; hay menos confianza en la cifra de desocupación, pero ésa es la cifra que sería coherente con lo anterior, o sea, está sujeto a un margen de error.

Contestando la segunda pregunta, el señor Herrera indica que no hay proyecciones de colocaciones en el sistema financiero.

A continuación, el señor Presidente señala lo siguiente:

"Nuestra economía ha enfrentado durante el año 1998 y va a enfrentar durante el año 1999 los shocks externos probablemente más fuertes que se hayan registrado en muchísimo tiempo. El precio del cobre hoy es el más bajo en los últimos sesenta años, nuestras estimaciones para el año 1999, en promedio, no estarán muy lejos de ahí, para el año 1998 estuvo algunos 7 centavos por encima, en promedio, de lo que es el precio histórico más bajo o casi el más bajo.

Al mismo tiempo, el país ha estado enfrentado a una de las sequías más graves del siglo, con el consiguiente efecto sobre la actividad pesquera y sin embargo, ha enfrentado tres shocks importantes: uno interno y dos de naturaleza climática.

Lo que ocurre en el país es que su tasa de crecimiento va a ser superior al crecimiento de la economía mundial. Esto, difícilmente tiene precedente en la historia económica de Chile, lo que señala la fortaleza que ha sido posible construir en esta economía, en particular en los últimos diez años.

Creo que lo que se ha hecho en materia de manejo monetario, cambiario y fiscal, tiene mucho que ver con estos resultados. Pienso que lo que se ha logrado hacer en materia de mejorar la fortaleza, la calidad de nuestros sistemas financieros, tiene algo que ver con estos resultados. Creo que la política en el campo de la infraestructura y otros aspectos que no están directamente vinculados con las políticas propiamente financieras, tienen que ver con estos resultados.

Quisiera dejar constancia de que me parece verdaderamente impresionante que un país sometido a este tipo de shocks, los resista sin necesidad de financiamiento externo y sin que su producto baje en términos absolutos en el curso del año, sino que logrando un crecimiento a tasas que en este momento vemos ya confirmado para el año 1998 prácticamente y muy probablemente para 1999, como superiores a las de la economía mundial.

Este es un cuadro que nos anima a fortalecer las políticas que se han aplicado en estos últimos diez años y a fortalecer la decisión de combatir los desequilibrios macroeconómicos, de modo de mantener adecuados equilibrios que son los que nos permiten resultados tan impresionantes como los que realmente estamos viendo.

Digo esto, porque es necesario poner en perspectiva los meses negativos que tendremos, los que ya hemos tenido el año pasado y los que tendremos todavía por delante, porque la perspectiva para la economía nuestra, en general, es una perspectiva de continuado crecimiento. No es una perspectiva depresiva, sino una perspectiva de mostrar sus fortalezas, de ejercer esas fortalezas y aprovecharlas para continuar creciendo.

Creo que sería muy útil que en nuestras propias comunicaciones pusiéramos de relieve los aspectos, tremendamente positivos, que tiene esta economía y que nos permiten, a pesar de shocks, no sólo externos sino que también climáticos, continuar creciendo y a tasas más fuertes que las de la economía mundial."

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

"Estos shocks se pueden resumir en dos cifras: hay un shock de términos de intercambio que significan US$ 2.000 millones para el ingreso y hay un shock de cuenta de capitales de alrededor de US$ 5.000 millones de diferencia de entradas. La economía chilena enfrentada a shocks de esa magnitud o a cualquier otro episodio de la historia, habría estado hoy en una crisis de balanza de pagos de inflación desatada y eso está lejos de suceder."

El señor Presidente cree que es bueno destacar estas cosas para que se coloque los momentos que han pasado y que vienen en los próximos meses, dentro de una perspectiva apropiada.

El señor Ministro de Hacienda consulta sobre la posibilidad de que el Banco Central, en todas sus intervenciones públicas, pudiera agregar más datos comparativos con el ajuste de otros países o con el ajuste histórico de Chile antes o en cualquier otro período, es decir, mostrar lo que está ocurriendo con la coyuntura, pero mostrar lo que pasa en Brasil, Venezuela, México, los siete del sudeste asiático, Japón con desempleo, etc., porque a veces por hablar sólo de Chile, de la cifra coyuntural no se sabe en qué standard o en qué contexto.

El señor Presidente señala que en una parte del informe entregado al Senado se hacía una comparación entre Chile y un conjunto de otros países que demuestra claramente que el proceso de ajuste en Chile ha sido mucho menos dramático de lo que ha sido en el resto de los países y con resultados mucho mejores.

El señor Herrera agrega que en la actualidad se está preparando un nuevo informe de comparación histórica, precio del cobre y su incidencia sobre las principales variables: inflación, déficit, cuentas fiscales, crecimiento y balanza de pagos.

A continuación, el Gerente de la División de Estudios señala lo siguiente:

"La evaluación que nos presenta el informe que acabamos de escuchar indica que los propósitos de la política monetaria y fiscal restrictiva que se iniciaron durante el año 1998 se han ido cumpliendo en forma satisfactoria. Aún más, la posición actual que tiene la economía en cuanto a déficit de la cuenta corriente y a la inflación, permite preveer a estas alturas del año un margen de holgura en materia monetaria y cambiaria de modo de facilitar una recuperación gradual del crecimiento de la economía.

De esta forma, se puede pensar en la trayectoria prudente de reducción de la tasa de instancia en el curso del presente año, de modo de permitir o facilitar una expansión de la actividad económica por sobre 5% hacia el cuarto trimestre y en una perspectiva de un

crecimiento en torno a 6% para el año 2000, sin que eso sea un obstáculo para cumplir con la meta de inflación propuesta para este año ni el objetivo de la cuenta corriente.

En consecuencia, la opción de política que aparece más clara es la de relajar moderadamente la instancia monetaria. Sin embargo, hay algunos aspectos estratégicos que es necesario tener en cuenta, que implican que tienen que ver con el time de la aplicación de una política moderadamente más relajada que aquí hay que considerar con toda seriedad. Uno tiene que ver con la velocidad con que se avanza en esta trayectoria de reducción gradual de la tasa de instancia y la frecuencia con que se hacen cambios. Por ejemplo, a estas alturas hay básicamente dos opciones: una que es bajar en forma moderada en el curso de este mes y otro poco hacia el mes de marzo posiblemente de modo de terminar el primer trimestre en una tasa en torno al 7% ó 7,2 % más UF.

La otra alternativa es una reducción más drástica, por ejemplo, a realizar el próximo mes, como una forma alternativa de una reducción algo menos gradual pero más sustancial en cuanto a su magnitud.

También hay otra pregunta estratégica que tiene que ver cuál es la trayectoria de la tasa de instancia durante el año en curso.

Las proyecciones que fueron presentadas en el informe trabajan sobre un supuesto en términos de que las tasas de 90 días de mercado irían sobre una trayectoria de reducción más fuerte durante el primer trimestre y después una trayectoria más plana hacia el resto del año, en prevención de lo que pudiera ocurrir con un repunte del gasto hacia el final de este año, en circunstancias que no se prevee por ahora una recuperación importante en términos de intercambio hacia el año próximo. Por supuesto, en la medida en que esta percepción cambie durante el año, en cuanto a la evolución de los términos de intercambio, pudiera avanzarse algo más rápido y a una tasa algo menor en materia de instancia monetaria hacia fines de este, pero es una pregunta que todavía está por responder en el curso de este año.

Creemos que por ahora parece más recomendable la opción de hacer reducciones moderadas y graduales en las tasas de instancia en estos meses que tenemos por delante, incluyendo enero, febrero y marzo, antes que hacer una reducción más fuerte a mediados del trimestre. Eso sería coherente con lo que ha sido la postura tradicional del Banco y es cuando procede a relajar su política, lo hace en forma gradual de modo de ir tanteando un poco el mercado y a la vez revela una posición más prudente en materia de cómo ir viendo la forma en que proporciona la información externa y la información respecto a otras políticas macroeconómicas, en particular la fiscal.

Por último, las expectativas del mercado hoy día del sector privado apuntan en la dirección de una reducción más bien gradual de la tasa de instancia. Sin embargo, a pesar de que están las condiciones bastante maduras como para operar en esta dirección, en el margen no parece prudente proceder en el día de hoy a una reducción de tasa de instancia, básicamente por la información que estamos recibiendo respecto de Brasil.

La información de Brasil señala que ha habido una caída, por segundo día consecutivo, en la bolsa principal, la de San Pablo y que habría rumores de una eventual liberalización cambiaria. Esto, a juicio de algunos analistas que hemos contactado en el curso de la mañana, sería en principio una sobre reacción frente a eventos como un no pago de un compromiso de parte del Estado de Rio Grande do Soul al Gobierno Federal y a otras noticias o más bien precisiones que hay en el mercado. Los analistas con quien he hablado señalan que la dimensión del problema está dual, en particular del Estado de Río Grande do Soul y la suma de

BANCO CENTRAL DE CHILE

todos los problemas de todos los Estados no es lo suficientemente importante como para que haya un cambio en los fundamentos que se perciben de la economía brasileña.

Se habla de la forma en que ha sido renegociada la deuda de los Estados con el Gobierno Federal, de una cifra en garantía puesta por los Estados del Gobierno Federal del orden del 0,8 % del PIB que no es muy significativa y de eso la mitad estaría vinculada al Estado de Sao Paulo que es un Estado con un Gobernador del mismo partido del Presidente, de modo que ahí no hay peligro de que pudiera ocurrir algo como lo que ha ocurrido con Minas Gerais y Río Grande do Soul. Sin embargo, los mismos analistas también señalan, como es bastante público, que la situación de Brasil es lo suficientemente vulnerable como para que sean muy sensibles frente a cambios de expectativas. Hay mucha gente que sostiene que el programa ha tenido avances importantes y que va a seguir teniéndolos en los meses siguientes, a pesar de algunos retrocesos, pero que es el mut del mercado lo que puede eventualmente tirar para abajo todo el paquete.

Entonces, frente a estas circunstancias que se ha dado con alguna fuerza en el día de hoy, no parece prudente adoptar una medida de instancia monetaria, a juicio nuestro, y postergarla por algunos días.

El Consejero don Pablo Piñera concuerda con el Departamento de Estudios y propone, junto con no modificar la tasa de instancia, por ahora, delegar en el Presidente del Banco para proceder a actuar con la tasa, dependiendo de las variables externas que son las que han limitado la posibilidad de bajar más la tasa, especialmente en este caso Brasil.

El Consejero don Alfonso Serrano dice estar de acuerdo con la posición de carácter moderado para relajar, según lo recomendado por el Gerente de la División de Estudios, prefiriendo ésto a esperar más tiempo y tener que hacer un relajamiento más duro. Está de acuerdo en dejar, a criterio del Presidente, el día y la hora más oportuna para hacerlo.

La Consejera señora María Elena Ovalle está de acuerdo con lo planteado por el Consejero señor Piñera.

Se levanta la Sesión a las 14,05 horas.

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe