BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°774E

Análisis de Política Monetaria Mensual

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 774E DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Celebrada el martes 10 de agosto de 1999

En Santiago de Chile, a 10 de agosto de 1999, siendo las 16,15 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 señores Pablo Piñera Echenique y Alfonso Serrano Spoerer.

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

Asisten también los señores:

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

Inicia la Sesión el Presidente señalando que ésta ha sido convocada para efectuar el análisis de política monetaria mensual y cede la palabra al Gerente de División de Estudios.

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

En relación a la Economía Internacional, se mantiene un escenario con perspectivas de recuperación hacia el próximo año, todavía permanece estable, se han observado mejoras en el precio del cobre a lo largo del último mes, pero entre los aspectos de riesgo o de preocupación está la probabilidad de nuevos incrementos en la tasa del FED. En estos momentos lo más probable es que haya un retorno, la tasa está a los niveles que prevalecían antes de la crisis rusa, de un 5,5%, pero si aparecieran señales inflacionarias concretas, presiones salariales o un incremento más lento de la productividad, podría haber un incremento más agudo en las tasas de interés en el exterior y eso se ha reflejado en un incremento de las tasas de largo plazo, tanto en Estados Unidos de América como también en la zona euro. En la zona yen no se observan cambios.

En general, los precios de materias primas han mostrado una leve recuperación a lo largo del mes de julio, refiriéndose esto a cobre y leves mejorías en el caso de la harina de pescado y la celulosa, y más acentuado en el caso del petróleo que hoy día está en niveles de US$19 el barril.

Las condiciones financieras asociadas a lo que han sido los movimientos de tasa en Estados Unidos, para los mercados emergentes, también han presentado un deterioro marginal; se observa un leve aumento de los spread de riesgo, principalmente en Argentina, pero también en otros países de América Latina; hay una depreciación en varias de las monedas de la región y en Argentina se han observado ligeros aumentos de tasas de interés. Son deterioros marginales, pero esto ha sido la orientación de los movimientos del último mes.

En conclusión, no se observan cambios significativos en el escenario externo salvo este elemento de riesgo que va y viene respecto a un incremento de las tasas del FED.

Lo más importante es que un incremento en las tasas sí está dentro del horizonte, o sea, eso no alteraría el panorama, un aumento de cincuenta puntos base es parte de los escenarios que se dibujan hoy día como los más probables.

En los mercados financieros internos lo que se ha visto, a lo largo del último mes, es que las tasas de mercado cortas, tasas de captación, han tomado la tasa de instancia como un piso de la política monetaria, es decir, la tasa va desde 5% que es el nivel mínimo dentro de la curva de retorno mientras que los documentos del Banco Central, a 90 días, se ubican alrededor de 20 puntos base por encima de eso, y así sucesivamente el resto de la curva de retorno hasta las tasas de largo plazo a 8 años que están en niveles en torno al 6,5%.

Este incremento de las tasas de largo plazo no ha impedido, primero, que las tasas de mercado bajen a niveles cercanos al 5% y segundo, es que detrás de esto principalmente están los efectos de arbitrajes internacionales en relación a las tasas, el impacto del aumento de las tasas afuera tiene un impacto necesariamente sobre las decisiones de inversión de agentes nacionales, principalmente AFP en este período, y eso ha generado un movimiento al alza sobre las tasas de interés doméstico.

Se observa también que es coherente tener niveles de tasa de largo plazo, entre 6% y 6,5%, a la expectativa de una recuperación de la economía y una normalización de las tasas hacia niveles superiores, o sea, eso está dentro de lo que se podría esperar simplemente por el arbitraje de tasas, pero no se ve que haya ahora una intensificación de esas expectativas respecto de lo que había antes. Más significativo parecen los movimientos internacionales.

También se han mencionado algunos aspectos relacionados con normativas financieras cuyo ámbito, y lo que se alcanza a vislumbrar, sería bastante más limitado en términos de su impacto sobre estas tasas y además hay que notar que esto no sólo se focaliza en las tasas de largo plazo, en ciertos segmentos, sino que es algo que se observa a nivel de toda la curva, no es simplemente el segmento más largo el que estaría afectado.

En relación con los agregados monetarios, el movimiento de las tasas también ha tenido un impacto sobre éstos y hoy día se observa que continúa la tendencia de recuperación de los agregados monetarios que se habían observado en los últimos meses. En el mes de julio puntualmente se observa una caída, pero es principalmente vía factores estacionales y descontando esos factores se obtiene una trayectoria de aumento.

Los agregados más amplios muestran un retroceso en el mes de julio, y el crédito también se mantiene todavía estancado y eso refleja, en parte, los arbitrajes internacionales que se señalaban anteriormente, donde se observan salidas desde el sistema financiero hacia el exterior.

En este entorno, el tipo de cambio se ha depreciado a lo largo del último mes y aquí hay que distinguir una mayor depreciación relativa del tipo de cambio multilateral, producto de que el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales, por lo tanto, a pesar de que en las últimas semanas se ha visto una trayectoria de constante o leve apreciación del dólar en Chile, a nivel multilateral, tomando un conjunto más amplio de monedas, en realidad esto se mantiene estable o con un ligero trayecto de depreciación.

Tomando en conjunto estos movimientos de precios financieros, se ha construido, a partir de los modelos de proyección, lo que se llama un "índice de condiciones monetarias" que resume el impacto agregado ponderado de tasas de interés de tipo de cambio sobre las condiciones de demanda. A la luz de lo que son los movimientos de tasas cortas y del tipo de cambio, las condiciones a lo largo del último mes han evolucionado hacia una posición más expansiva a pesar del incremento de las tasas largas.

Estos son los aspectos principales en relación a los desarrollos financieros.

En términos de actividad, gasto y empleo, con los antecedentes preliminares que hay todavía para el IMACEC de julio, se estaría hablando de una caída en torno al 1%. Aquí falta información así es que ésta no se puede corroborar plenamente y se podría enfrentar alguna sorpresa si en sectores como minería u otros resultan menos expansivos de lo que se ha previsto aquí, razón por la cual esta cifra se toma como algo tentativo. Si esto es lo que se da, se obtendría una contracción, en el segundo trimestre, en torno al 3,3%, entre 3% y 3,5%, y aunque esta cifra muestra una contracción, en doce meses, mayor que la que se observaba en el primer trimestre, los principales deterioros se presentan en los sectores que no están relacionados directamente con políticas de demanda, más bien en electricidad, gas y agua con una intensificación de los aspectos de la composición de la energía; agricultura y el sector de minería que había tenido un comportamiento muy expansivo en el primer trimestre y ahora tiene un comportamiento expansivo pero menor, las tasas bajan de dos dígitos a un dígito todavía en niveles del 8%.

A su vez, en este período, la demanda externa presenta un comportamiento muy positivo para el crecimiento de las exportaciones, principalmente mineras, como consecuencia de los resultados de producción que se había observado el primer trimestre. La demanda interna, en cambio, se mantiene con una contracción estimada preliminarmente del orden de 13%. Todos estos antecedentes son obviamente hasta mayo o hasta junio, o sea, previo a este cambio en las condiciones monetarias y fiscales.

Sobre las señales respecto de la evolución reciente de la demanda interna, los antecedentes más recientes que hay, hasta junio o julio, en algunos casos muestran señales que todavía son mixtas. Por una parte, está el comportamiento de los agregados monetarios más líquidos (dinero), que van a nivel de una tendencia positiva y hoy día ya en términos de variación en doce meses, están en cifras positivas y mes con mes se ha mantenido esta tendencia a lo largo del primer semestre.

En el caso de las importaciones no petróleo, también se ha visto una recuperación, pero con un repunte más lento de lo que se había anticipado, todavía los niveles son del orden de los US$ 1.100 millones FOB totales. Lo que está incidiendo es que se observan ventas del comercio muy deprimidas, sobre todo lo que son bienes durables, y también hay que considerar que no se han recuperado márgenes en este tipo de productos. Es decir, los precios que se están reflejando en este IPC de los transables, mercancías, equipamiento de vivienda, automóviles y otros precios de consumo, presentan caídas en este período a pesar de que en efectos netos, sumando el tipo de cambio y un factor de inflación importada, se ven presiones de costo, o sea, hay una importante reducción de márgenes en el sector y eso ha llevado a ser menos atractivas las importaciones.

Las ventas de bienes inmuebles también se mueven sobre una trayectoria de recuperación que se ha acentuado en las últimas observaciones y eso obedece a la normalización de las tasas largas y también al impacto del programa anunciado para efectos de descuentos tributarios.

En las señales que son menos claras, estancadas o negativas, están las ventas del comercio que todavía no muestran una recuperación en niveles significativa y aquí incide, principalmente, el comportamiento de los bienes durables. Lo mismo se observa en el caso de las compras de automóviles nuevos y también el crédito externo, que se mantiene estancado en términos reales y las importaciones repuntan todavía lentamente.

Tomando en conjunto estos agregados, en términos de niveles, se observa que el IMACEC presentaría, en términos del promedio móvil trimestral, un leve incremento en la última observación marginal que es hasta junio. Para julio todavía los antecedentes son muy preliminares, hay antecedentes de que las importaciones se mantendrían del orden de los US$ 1.100.- millones con lo cual hay una caída aproximadamente del orden de 35%. Si bien eso tiene un impacto negativo sobre derechos de importación y sobre el sector de comercio, eso sería compensado en la medición por mejoras de los resultados exógenos: minería, electricidad, gas y agua. Minería por el factor del programa de producción; en electricidad, gas y agua por un cambio en la composición de la energía eléctrica y agricultura que deja de tener relevancia dentro del PIB en este período y se espera que la industria mantendría una trayectoria de recuperación como la que se ha observado en los dos últimos meses. Con eso se llevaría a una estimación de IMACEC negativo, pero entre 1% y 2%, esto es muy preliminar pues falta casi toda la información de los sectores productivos propiamente tal.

En el mercado laboral lo que se ha registrado es una disminución de la ocupación muy concentrada en dos sectores, en la industria y en la construcción, y un incremento muy acentuado en la tasa de desempleo. Hoy día hay una tasa de desempleo que se acerca al 10,8% y esto es reflejo tanto de la caída de la ocupación como del incremento en la fuerza de trabajo. Se colocó un gráfico que muestra la relación histórica que existe entre fuerza de trabajo y empleo donde se observa claramente que hay una relación muy marcadamente positiva, o sea, la fuerza de trabajo se comporta muy procíclicamente y por eso la tasa de desempleo tiende a crecer menos que lo que cae la ocupación, salvo en el período reciente donde se ve claramente que hay un outlier. En los últimos datos, a junio de 1999, se sale de lo que es la relación histórica y ese incremento de la fuerza de trabajo ha exagerado el aumento que se ve en la tasa de desocupación, lo que quiere decir que más gente se declara hoy día dispuesta a trabajar, probablemente porque dado que hay una caída más acentuada también de la ocupación que en períodos anteriores, más jefes de hogar han perdido su empleo y eso lleva a otros miembros de la familia a incorporarse a la fuerza de trabajo.

Todos estos datos han sido proporcionados por el Instituto Nacional de Estadísticas, porque si se pusieran los datos de la Universidad de Chile esto sería más exagerado aún.

En cuanto a la balanza de pagos, con la información de importaciones ya señalada se obtendría un leve superavit en torno a los US$ 100 millones en el mes de julio y en los últimos doce meses se obtendría un superavit de balanza comercial en torno a US$ 300 millones. Las cifras del segundo trimestre, en general, han ido algo por debajo de lo que se había estimado previamente y eso corrige a la baja la estimación de balanza comercial para el año en su conjunto, a lo que hay que adicionar las mejorías observadas en el precio del cobre. Todo eso determinaría que probablemente vamos a estar bajo el rango de US$ 500 a US$ 1.000 millones que se había estimado como déficit de balanza comercial.

En relación a los precios y salarios, lo que se ha visto a lo largo de los últimos meses es una disminución de la inflación medida por el IPC y principalmente en la inflación de la tendencia inflacionaria, excluyendo perecibles y combustibles. Esta última ya se encuentra a niveles de 3,7% mientras que en la observación anterior estaba en 4,3%.

Las variaciones marginales de la inflación se mueven en un rango de 0,1% que es por debajo de lo que sería coherente con una tendencia mensual equivalente al 4,3% anual y en lo que va corrido del año se ha acumulado una inflación de 1,1%. Con esta información lo más probable es que de aquí a fin de año se termine con cifras de inflación en un rango cercano al 3%, levemente por encima del 3%, bajo una hipótesis conservadora, pero no se puede descartar incluso valores por debajo de ese resultado.

Las remuneraciones continúan creciendo al 6% y si bien muestran dos puntos de reducción, respecto a los resultados que había a fines del año pasado, todavía se observa que la disminución ha ido muy lenta en relación al resto de los precios. Esto ha determinado que haya todavía aumento de salarios reales sobre el 2%, en circunstancias que las mediciones de productividad, para este período, son negativas. Cabe esperar que por una parte, esto tienda a continuar las moderaciones en esos rubros y eso se traspase en las condiciones actuales del ciclo a precios domésticos y por otra parte, hay que señalar que este incremento de la remuneración probablemente también ha sido un factor que ha amplificado la magnitud del ciclo sobre el empleo, sobre la ocupación. En efecto, el único sector que en realidad está mostrando ahora una reducción de las remuneraciones es el sector de la construcción. En este sector tenemos reducción de las remuneraciones netas, porque es el sector donde primero se concentran las principales caídas de ocupación y es un sector que por su naturaleza es más flexible en términos laborales, pero el resto de los sectores muestran que continúan los incrementos de salarios y eso también puede acentuar el impacto del ciclo sobre el empleo.

Como conclusión de la evolución reciente de la economía, se observan condiciones internacionales levemente superiores en términos de intercambio, marginalmente inferiores en términos de condiciones financieras, pero no hay cambios significativos. En los mercados financieros, a pesar del aumento de las tasas largas, las condiciones han evolucionado hacia una posición más expansiva y en materia de actividad, gasto y empleo hay señales positivas de recuperación aunque todavía las señales son mixtas, pero todas estas son anteriores al cambio en la orientación tanto de política fiscal como de política monetaria."

A continuación, el Presidente ofrece la palabra para comentar el informe.

El Consejero señor Serrano formula la siguiente pregunta: ¿Qué dicen los modelos del Banco, con la última información incorporada, sobre la evolución del PIB, el gasto para el resto de este año y para el próximo, y qué dicen los modelos de inflación para el resto de este año y el próximo?

Contesta el señor Herrera diciendo que de acuerdo a la información reciente hay probablemente una disminución, pero marginal, en la estimación de crecimiento del producto por debajo del 0,5%, pero dentro del rango de resultados que se habían revisado anteriormente. Para el próximo año no hay modificaciones significativas, no hay cambios en ninguna de las condiciones que estaban implícitas en la estimación.

En materia de inflación, señala que hay proyecciones más bajas para este año, en la medida que se van absorbiendo las ganancias que se han observado en el último tiempo. En este punto, se había precisado, en la última revisión de proyección que se disponía, antecedentes que la desaceleración de la inflación podía ir más rápido de lo que se anticipaba en términos de lo que era una proyección de los antecedentes históricos, pero que se creía que iba a ser no tan rápido. En definitiva, dice, se ha ido dando ese segundo escenario, o sea, que la proyección histórica podría ser más acuciosa y eso determinaría que dado que continúa una situación de brecha, tanto en el mercado laboral como de producto, habría desaceleraciones adicionales en lo que resta del año. Con eso, es probable que la inflación de este año termine por debajo de lo que se había señalado antes, más cercano a un 3% y para el próximo año, en parte depende de los elementos de expectativas incorporados, como también de actualizar las proyecciones respectivas en cuanto a la meta de inflación.

Para el próximo año, en la medida que la recuperación de la economía es relativamente más lenta, motivada por las condiciones internacionales que todavía son complicadas, eso llevaría a mantener presiones domésticas de precios todavía atenuadas. Por el lado de los transables, es posible esperar un repunte de márgenes en algunos sectores a medida que se recuperen ventas e inventarios, también de la inflación internacional y de los precios de materias primas internacionales. Si se da este escenario internacional, es posible esperar que los transables presenten un progreso.

La suma de estos elementos deja las condiciones para mantener un resultado del próximo año similar al de este año, sin generar ningún tipo de stress en el resto de los resultados que se han previsto.

El señor Ministro de Hacienda consulta qué significa el "índice de condiciones monetarias" que se acaba de aludir y cómo se constituye.

Contesta el señor Herrera diciendo que lo que busca el índice de condiciones monetarias es resumir el impacto agregado de la política monetaria tanto a través del costo del crédito de las tasas de interés como del tipo de cambio. Cuando se obtiene una economía con más espacio de flexibilidad cambiaria y fluctuación cambiaria, hay menor control sobre los canales a través de los cuales se dirige la política monetaria y por lo tanto, es necesario tomar un aproach entre los aspectos del tipo de cambio y las tasas de interés. A partir de los modelos de proyección, que señalan los efectos de las tasas de interés y del tipo de cambio sobre el producto, se puede calcular los efectos a través de cada uno de estos canales y después construir un índice que sume el efecto del tipo de cambio y de la tasa de interés. Básicamente se suman las diferencias entre la tasa de interés del mercado y una tasa de interés que históricamente es neutral y la diferencia entre el tipo de cambio observado y un tipo de cambio de tendencia que históricamente también sería neutral. Obviamente la definición de lo que es neutral incide en lo que es el valor del índice que posiblemente tiene menos valor, pero sí su trayectoria en el tiempo, en períodos cortos, es relevante, porque uno se puede equivocar en definir el índice de base, pero igual la trayectoria va a ser informativa y en eso, la evolución a lo largo de los últimos meses es más expansiva, principalmente por la depreciación del tipo de cambio y la caída de las tasas cortas.

Interviene el Gerente de la División de Estudios diciendo que el indicador "tipo de cambio" es de tipo de cambio real, por eso, tal vez, cuando se mira la estadística tipo de cambio nominal aparece un poco contradictorio, pero lo que ha habido es una depreciación real en las últimas semanas.

El Presidente agrega que este tipo de índice ya está en uso en otros países, como en Canadá y en Nueva Zelandia.

El señor Ministro de Hacienda consulta desde cuándo se está usando aquí.

El Presidente dice que recién se ha empezado a usar, pero no se va a usar oficialmente hasta que no esté bastante más probado.

El Gerente de la División Internacional consulta si hay un ponderador para el tipo de cambio y cuál es para Chile.

El señor Herrera señala que esto tiene dos puntos importantes: uno es la evolución del indicador mismo y otro que sirve como recordatorio permanente que la política monetaria va a través de estos dos canales más allá de los números exactos. Si el ponderador es 0,5, 0,3, 0,2, 0,6 ó 0,7, hay un rango de estimación para distintos países, pero es importante analizar ambas áreas de esferas de acción de la política monetaria y en eso es últil este tipo de indicadores.

El señor Ministro de Hacienda comenta lo siguiente: Con las cifras que se han dado de balanza comercial, o sea, un excedente de trescientos millones estimativos y una cuenta corriente para el año, mejorada entre 2% a 3% del PIB, si uno pone eso en la balanza, es decir, la reversión total de la balanza comercial respecto a la expectativa y programas de fines del año pasado y principio de éste y fuerte en la cuenta corriente también, partíamos inicialmente con déficit de 4,5% o 4,7%, parece ese margen de holgura tan fuerte, acumulado ya a julio, mucho más importante que un factor de riesgo de un alza de un cuarto de punto en el FED un poco esperado por el mercado - a lo mejor la diferencia es que suba de un cuarto a medio punto -. Entonces los factores de riesgo del escenario externo que se mencionan en la exposición y que están en la minuta, ponderados por lo que hemos acumulado aquí de holguras internas más fuertes a menos un precio del cobre mejor de lo que esperábamos, ya centrado en torno a US$ 0,75, muestran que al menos en el enunciado del comentario que se hacía, no pueda priorizarse tanto este riesgo externo. Habría sido distinto ver el alza del FED de otro cuarto de punto o medio punto en la situación en que se estaba en enero o marzo de este año o con esas proyecciones; ahora parece haberse aumentado la holgura externa, por así llamarlo. Es una calificación importante de tener en mente.

Enseguida, el señor Ministro de Hacienda hace entrega al Presidente de un memorándum que a su vez le entregó el señor Hernán Somerville y que se trata de una minuta confidencial de ellos de por qué las tasas de largo plazo están tan altas. En el mismo documento se refieren al asunto del calce al 31 de agosto, por lo que el señor Aninat solicita que el Banco considere este tema.

Por último, el Ministro Aninat se refiere a los PRC a 8 años, cuyos datos hasta junio muestran un descenso y luego, en julio y lo que va corrido de agosto, muestran una tendencia de un 6,5%, por lo que cabe una explicación de eso respecto al arbitraje externo e interno de tasas, pues le faltaría una parte del alza por anunciarse el 24 de agosto por parte del FED, que ya se venía hablando desde unos 60 días antes o 30 días antes, y consulta cuál es el rol de las licitaciones de papel, qué ha pasado con la política más activa o pasiva del Banco Central,

o sea, qué se ha hecho aquí con la liquidez interna para tratar también de explicar esta reversión hacia arriba, o bien, si es sólo arbitraje externo, por qué de medio punto.

El Presidente solicita al Gerente General que comente sobre el tema de las ventas del Banco.

El señor Carrasco señala lo siguiente: En términos de las licitaciones de papeles del Banco Central, ya hace varios meses que el Banco está haciendo tres licitaciones mensuales, lo que significa UF 3.600.000.- de papeles largos, lo cual es bastante menos de lo que tradicionalmente se hacía, pues eran ocho licitaciones mensuales. Además es menos de lo que vence mensualmente, en términos de los cupones de los pagarés, vale decir, ya hace varios meses que se está disminuyendo el stock de deuda de largo plazo del Banco Central, se está acortando el promedio de duración de nuestra deuda, de manera que el Banco Central ha ayudado a que no haya una demanda mayor en el mercado por fondos de más largo plazo. Obviamente que se podría dejar de emitir, incluso, esas tres licitaciones mensuales, pero ahí hay problemas porque cuando se da la señal de querer manejar las tasas largas, se entra en un tema complicado. Uno podría equivocarse fuertemente y decir "no voy a licitar más PRC" y puede suceder que en el mercado las tasas prácticamente no reaccionaran, pero ahí se va a pedir nuevamente a que ya el Banco Central no sólo tiene que dejar de licitar PRC sino que tiene que entrar, incluso, a hacer rescates anticipados de PRC. Si se pone la presión sobre el Banco Central para que haga su política, no en base a instancias de política monetaria, sino que empiece a manejar las tasas de interés a distintos plazos, creo que se entra en un juego que es bastante peligroso. En resumen diría que el hecho de que el Banco Central continúe haciendo estas licitaciones, que ya están disminuidas, a nuestro juicio es un factor que podría ser muy marginal en relación a lo que ha sucedido con las tasas largas en este último tiempo.

El Ministro Aninat señala que se podría jugar un poco con los montos, no con la frecuencia de la licitación, para ir observando el ajuste de monto que se va renovando y sacando, no mantenerse en los tres millones seiscientos mil.

El Presidente manifiesta que se puede hacer, pero equivale a una decisión mayor, es decir, una decisión de intervenir en todos los plazos, y eso crea una complejidad de manejo enorme porque la capacidad de arbitraje del mercado es mucho mayor que la capacidad del Banco Central de manejar tasas de distintos plazos, por eso lo preferible es mantener algo prudente, constante, preanunciado, para que no cambie demasiado la estructura de deuda del Banco Central, pero intervenir básicamente en un nivel y dejar que el mercado ajuste el resto. El problema principal es que, por un lado, las tasas largas están subiendo en todo el mundo y la recomposición de cartera de instituciones grandes, como las AFP, hace una presión importante en el mercado en vender papeles y comprar divisas, entonces esa recomposición, en la medida que se mantenga a la velocidad que ha tenido en el último tiempo, que ha sido altísima, va a estar presionando en las tasas largas. No hay mucha salida a eso, ahí vamos a tener una presión permanente a las tasas largas que hasta ahora ha significado que las tasas no se han apartado demasiado de la tendencia mundial, pero lo que lleva a esa tendencia es precisamente la transformación de activos de instituciones como las AFP que tienen cantidades de papeles importantes, son los principales tenedores de papeles y están recomponiendo su cartera. Ahí hay un problema estructural que no se va a corregir ahora, va a demorar tiempo hasta que ellos consideren que su estructura está un poco más en equilibrio de acuerdo a su actividad.

El Gerente de la División Internacional señala lo siguiente: El foco de la reflexión debería centrarse en evaluar si es que la trayectoria de tasas de interés de corto plazo, que está implícita en las tasas largas, es consistente o no con una recuperación de la actividad al ritmo que se desea que se produzca; si incluimos eso dentro de los modelos de proyección, qué resultado nos entrega. Si estamos satisfechos con esos resultados, que salen de los modelos de proyección, entonces la respuesta es "el mercado ha ajustado las tasas largas en función de cómo la economía va a ir evolucionando y eso está en línea con las metas macroeconómicas, no hay nada que hacer y simplemente esperar, cosechar los frutos de las políticas que ya se han aplicado". Sin embargo, es posible que se llegue a la conclusión de que la trayectoria de alza de las tasas cortas, implícita en las tasas largas, es demasiado rápida y no va permitir una recuperación al ritmo que se quiere o se va a demorar la recuperación y en ese caso habría que hacer juicio respecto al tipo de acciones que son convenientes a realizar para acelerar una recuperación. Personalmente, creo que el arbitraje es lo que está actuando, pero la acción del arbitraje se ha concentrado demasiado sobre las tasas de interés y muy poco sobre el tipo de cambio, y creo que habría que pensar qué tipo de límites son los que están actuando sobre el tipo de cambio, ya sea psicológico o de otro tipo, que impidan de que más de este aumento de tasas largas internacionales se traslade al tipo de cambio y menos de éste se traslade a tasas de interés. Pienso que eso también tiene que ser foco del análisis de política monetaria porque la política monetaria al fin y al cabo, como ha sido explicado, actúa tanto vía tipo de cambio como tasa de interés. El tipo de cambio más depreciado podría ser consistente con una trayectoria de tasas más planas, ahora, lograrlo es asunto de una preocupación tal vez mayor.

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, cree que sería interesante mirar en ciclos anteriores cuál es la relación entre el salario de la construcción, que aparentemente se ha dicho que es más flexible, y el salario de los otros sectores, para ver si la flexibilidad actual es normal o si se está en presencia de algún grado mayor de inflexibilidad respecto de lo que ha sido en ciclos anteriores.

El Presidente dice que también había pedido una mirada al tema salarios reales a través del ciclo en el pasado y consulta si se ha avanzado algo en eso.

Contesta el señor Herrera manifestando que en términos de salarios nominales, este ciclo, a diferencia de otros, ha sido más lento en términos de desaceleración; no se ha visto la composición de esos salarios por sectores. En términos de salarios reales, el gráfico o las informaciones son menos claros porque persistentemente, a través de la década, se ha observado un crecimiento de salarios reales, año a año. Quizás, excepcionalmente podría haber sido el año 1990, pero está principalmente vinculado al asunto del petróleo, que hizo incrementar muy rápido la inflación en ese período, pero en el resto de la década prácticamente no ha habido ningún período de ajuste con disminuciones de salarios reales. Ninguno de los casos anteriores los efectos sobre desempleo habían sido como en el actual, por lo tanto, eso le resta validez a una comparación tan simple como esa.

El señor Marshall se refiere al tema de las tasas largas, señalando que se podría trabajar un poco en los costos y los beneficios de abrir el mercado y consulta sobre qué efectos tendría si hubiese otros actores internacionales participando en el mercado de papeles largos.

Responde el señor Herrera diciendo que si se trata de abrir el mercado en términos de la entrada de un año, lo principal es cuestión de liquidez.

Consulta el señor Marshall si no se puede abrir por la restricción del año, respondiendo el Gerente de la División Internacional que la restricción del año es la única limitante importante que cree que existe hoy día para los movimientos de capitales hacia Chile, que impide a cierto tipo de instituciones financieras tomar posiciones más activas en el mercado nacional porque ellos tienen restricciones, por sus propias normas, de entrar donde no puedan hacerlo. Se podría considerar ampliar esa excepción que existe para los ADR, en términos del año de permanencia, para incluir también papeles largos.

El Gerente General se refiere a los salarios reales señalando que en este momento en los contratos de salarios está mucho más generalizado el reajuste por inflación proyectada y eso en este momento está influyendo en contra. Hay muchos más contratos de salarios que han incluido reajustes de una inflación futura y que obviamente, si la inflación efectiva es menor que la futura, va a influir en el salario real.

Eso pone de relieve la importancia de que la meta de inflación sea coherente con lo que son las proyecciones de inflación, señala el señor Herrera, de lo contrario se va a producir un lag entre ambos factores que aumenta los salarios reales y acentúa el efecto sobre el empleo.

El Presidente agrega un comentario sobre este tema señalando lo siguiente: Los indicadores muestran un cambio en dirección positiva pero leve, no hay una indicación de fuertes señales de recuperación hasta ahora, incluso, hay algunos indicadores que no están mostrando una recuperación, como las ventas de la Cámara Nacional de Comercio, por ejemplo. Tampoco se muestra en los datos de nivel una recuperación clara, en este sentido probablemente uno tendría que pensar en algunas acciones que pudieran transmitir una señal de mayor flexibilidad, por parte del Banco Central, en materias como el precio de la divisa. Nosotros seguimos operando con un sistema de bandas, que si bien se ha ido ampliando regularmente, hace pensar a la gente que si en algún momento el tipo de cambio pudiera acercarse al límite superior de la banda, el Banco Central intervendría con la misma energía con que lo hizo el año pasado y naturalmente eso genera expectativas en el mercado respecto de acciones posibles del Banco Central. Por ejemplo, si el mercado estima que la Reserva Federal va a subir sus tasas no en 25 sino en 50 ó en 75 puntos base, eso podría llevar el tipo de cambio hacia el límite de la banda, en el mercado opera en ese caso un cambio en la postura del Banco Central y eso podría verse reflejado en las tasas de interés larga, de modo que éste es un elemento que puede estar presente en las expectativas del mercado para acentuar el efecto sobre las tasas de interés y minimizar el efecto sobre el tipo de cambio y en ese caso, creo que corresponde, dada las indicaciones que tenemos en cuanto a la evaluación de recuperación, en cuanto al aumento relativo de las tasas largas, etc., tendríamos que revisar muy seriamente si hay algún componente de esta naturaleza y si lo hubiese, pensar en revisar la posición que hemos mantenido en estas materias.

Un segundo tema tiene que ver con el hecho de que crecientemente bancos y administradoras de fondos de pensiones tienen dueños comunes y esto implica que el manejo de activos estén muy relacionados, lo que puede llegar a ser serio, porque no estamos equipados para una supervisión consolidada, ni tenemos personal para ello. Creo que antes que se desarrolle este crecimiento, existe la necesidad de crear una forma de supervisión consolidada que no la tenemos en nuestra legislación; se podría pensar, quizás, que deberíamos centrar la atención no sólo en el poder y en el tamaño de los Bancos, sino en la influencia y en la supervisión consolidada de estas entidades.

Por último, el Gerente de la División de Estudios presenta las siguientes opciones y recomendación:

BANCO CENTRAL DE CHILE

"La información presentada en el Informe Mensual confirma las principales tendencias observadas, hace un mes atrás, en materia de inflación y actividad económica. Asimismo, el escenario internacional no ha cambiado significativamente, aunque ha aumentado levemente la percepción de que el aumento de tasas en Estados Unidos de América, puede ir un poco más allá de lo que actualmente ha internalizado el mercado - más 50 puntos base en lo que resta del año -. Las condiciones monetarias internas son hoy algo más expansivas que hace unas semanas, por lo que la opción de relajar la política monetaria no parece ni necesaria ni prudente. Al igual que el mes pasado, las opciones más relevantes son mantener o endurecer la política monetaria. No obstante, esta última opción aparece como prematura en consideración a la aún tenue recuperación de la actividad económica, lo cual tiende a consolidar las holguras previstas para el año próximo. Por estas razones, se recomienda mantener la actual instancia monetaria.

Vale la pena destacar que una política monetaria más estricta que lo previsto en Estados Unidos de América -situación no descartable del todo- podría en un futuro próximo empujar a una depreciación del peso que acerque al tipo de cambio al techo de la banda. Convendría analizar, desde ahora, la conveniencia de eliminar o ampliar dicha restricción, en conjunto con una política clara de intervención - o no intervención - en el mercado cambiario ante tal tipo de evento."

El Consejo, por unanimidad, acuerda mantener la actual instancia monetaria.

Se levanta la Sesión a las 17,20 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

CERTIFICO que por Oficio Ord. N°1197 de fecha 13 de octubre de 1999, el señor Ministro de Hacienda hizo llegar sus observaciones a la redacción de las hojas N°s 7 y 8 sobre su intervención en la Sesión transcrita en la presente Acta. El Consejo tomó conocimiento de lo planteado por el señor Ministro, en su Sesión N° 792, celebrada el 14 de octubre de 1999, dejando constancia de dichas observaciones mediante la inclusión del citado Oficio en el Acta de esta última sesión.

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe