BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°807E

Instancia Monetaria Mensual
Diciembre 1999

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 807E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el martes 14 de diciembre de 1999

En Santiago de Chile, a 14 de diciembre 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 de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Marshall Rivera, señor Pablo Piñera Echenique y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste, además, el señor Ministro de Hacienda, don Manuel Marfán Lewis.

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 tratar la instancia monetaria mensual correspondiente al mes de diciembre de 1999.

El señor Massad da la bienvenida al señor Ministro de Hacienda don Manuel Marfán, quien asiste por primera vez a esta reunión, señalando que con él ha tenido una buena y larga relación durante años en materia de política económica y que está seguro que su participación será de una gran contribución para el análisis de los temas de política monetaria.

También da la bienvenida al nuevo Consejero don Jorge Desormeaux quien participa por primera vez en una reunión de esta naturaleza, manifestando que está cierto de que su contribución, como ya lo está haciendo en las reuniones de Pre-Consejo y de Consejo, será extremadamente valiosa para el Banco Central y para el país.

A continuación, el Presidente cede la palabra al Gerente de la División de Estudios quien comunica que se hará una presentación de diagnóstico de la situación económica actual y su comparación con la información de hace un mes atrás, para luego escuchar los comentarios y finalmente ver las opciones.

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

Los antecedentes más recientes de la inflación muestran que la evolución de los precios se mantiene por debajo de la meta que estaba planteada para este año. En el margen, los precios de tendencia se mueven a un ritmo de aproximadamente 0,1% por mes en el último trimestre. No se ve ningún cambio de tendencia en la trayectoria, ésta se mantiene constante en los últimos meses, pero sí hay un ligero cambio en la composición hacia una mayor participación por el lado de los transables y algo menos por los no transables.

El único cambio más destacable es el de los precios donde el IPM acumula un incremento significativo del orden del 12% anual. El precio del cobre y del petróleo explican un porcentaje alrededor de un 40% de este incremento, pero también hay una presión residual en el resto de los precios, del orden de 8% y que refleja principalmente el efecto de la depreciación que ya se ha observado en el tipo de cambio y también de los incrementos en los precios internacionales de materias primas.

En relación al escenario internacional, a través del último mes no se ha visto cambios significativos en el escenario externo, sólo una mejoría marginal en las condiciones financieras expresadas a través de una reducción de los spread soberanos y la reafirmación de tendencias positivas respecto al crecimiento. Se espera hoy día, dada la razón de estas cifras y otros antecedentes, conseguir un mejor crecimiento para el año 1999, pero tendencias similares para el año 2000. Los precios de materias primas se mantienen en los niveles que habían alcanzado en meses anteriores, un mayor nivel que ya se ha venido observando desde el mes de octubre y sólo cabe destacar que se observa un incremento adicional en el precio del petróleo, lo que refleja el éxito de la política de cuotas que está implementando la OPEP.

A futuro, aunque hay una diversidad de opiniones, hay una coincidencia general en que los niveles de precios que se observan hoy día no serían duraderos. Lo que se está suponiendo implícitamente es que va haber una reversión de estos precios, o sea, niveles menores, más cercano a US$ 21 o US$ 22 el barril en lugar de los US$ 25 o US$ 26 que se observa hoy día. Allí hay un factor de riesgo significativo.

Las tasas de interés aparecen con incrementos a lo largo del último mes, tanto en Europa como en la Zona Euro, 25 y 50 puntos base respectivamente, pero esos aumentos estaban anticipados ya por el mercado y en realidad vinieron por el rango bajo estimado por el mercado y así lo reflejó la trayectoria posterior de las tasas de largo plazo y también de los activos bursátiles.

No se descarta y se prevé que hacia delante habría un incremento adicional de las tasas en Estados Unidos de América, así se deduce también de la información del mercado y también es posible observar nuevos incrementos en la tasa del Banco Central europeo.

Las condiciones de los mercados de América Latina mejoraron marginalmente dentro del mes de noviembre con una reducción del spread soberano y en general, un aumento del precio de los activos.

Sobre los mercados financieros en Chile, se ha visto en el último mes un incremento, principalmente, en las tasas de corto plazo y una leve disminución en las tasas de largo plazo, 10 puntos base. Estos movimientos son, en general, marginal y hay una mezcla de elementos que inciden sobre estos desarrollos. Por una parte, están los efectos del milenio sobre las preferencias de liquidez que han implicado un mayor nivel para las tasas de corto plazo que traspasan esta fecha, pero también hay una percepción de que hay una expectativa de un ajuste, en los próximos meses, de la política monetaria, sobre la base principalmente de antecedentes de una relación de expectativas de inflación hacia adelante más que de expectativas de la actividad.

Los agregados monetarios han continuado en una tendencia de crecimiento más marcada en los más líquidos por efectos también del milenio, pero lo que es relevante señalar es que la recuperación es generalizada y en los últimos dos meses ya se confirmó un crecimiento significativo en el crédito que hasta octubre había permanecido rezagado en relación al resto de los agregados.

En relación al tipo de cambio, se había observado en semanas anteriores un nivel entre $ 540 y $ 545 y se señalaba en la nota que hay factores coyunturales que pueden estar incidiendo en el precio. Uno era el "efecto milenio" nuevamente y en menor medida se estima el efecto de las elecciones. En esta semana se observa una tendencia a la baja y está hoy día en niveles de $ 536, levemente por debajo de los $ 540.

Se señala como factor de opinión que ya ha comenzado aparecer en la prensa comentarios de que el tipo de cambio ya habría completado su ajuste, de que ya en realidad ha alcanzado los niveles de corrección, que ya estaríamos en un techo, es decir, distintos analistas se han manifestado en esa línea.

Es relevante señalar que este nivel cambiario está sustentado en tasas cortas y largas que son relativamente altas respecto a la tasa de instancia, o sea, hay una expectativa en el mercado de que las tasas de interés van a presentar algún tipo de ajuste en los próximos meses y que eventuales reversiones sobre esas expectativas podrían tener consecuencia sobre el valor del tipo de cambio.

Tomando en conjunto los antecedentes anteriores, se estima que no hay cambios muy significativos en las condiciones monetarias y que se podrían producir en las próximas semanas algunos ajustes en los precios financieros, principalmente una vez que pase el efecto milenio, se supone que no hay ningún tipo de consecuencias importantes.

Con respecto a los precios importados, la principal novedad se presenta en este frente. A lo largo de los últimos dos meses el tipo de cambio ha tendido a mantenerse en niveles superiores, de hecho desde la suspensión de la banda a la fecha, hay un 4% en términos de depreciación del tipo de cambio multilateral y a eso se suma el incremento principalmente en el precio de materias primas como el petróleo. En un principio, en el análisis de los meses anteriores ha habido precios más fuertes. Esta situación podría revertirse, sin embargo, a medida que pasa el tiempo, se ha tendido a afirmar en valores superiores, entonces, se estima que aún cuando pueden venir algunas correcciones, es razonable señalar que desde este frente hay presiones adicionales para la inflación del próximo año. Aún cuando no se han visto estas presiones en el comportamiento de transables del IPC, incluso en componentes muy transables como vestuario, equipamiento de hogar o automóviles donde se puede haber esperado un incremento, se estima que a medida que se vayan recuperando las ventas de estos bienes, esos traspasos de precio se van a ir realizando y eso va a terminar, dada esta situación del tipo de cambio más alto, con una presión inflacionaria adicional para el próximo mes.

En relación a la oferta y la demanda, los antecedentes que se tienen a lo largo de los dos últimos meses, muestran que hay un quiebre en la tendencia de la mayor parte de los indicadores desde una tendencia que era, en términos generales, más bien plana con algunas excepciones que anticipaban un quiebre en el caso del dinero, hoy día hay que llevarla a que la mayoría de los indicadores tienen una tendencia positiva, o sea, se observa en el margen un crecimiento generalizado, pero este crecimiento viene en el rango bajo de las proyecciones que se habían hecho para el año. Con los antecedentes que existen a la fecha, se estima que el PIB cerraría, probablemente, con una disminución en torno o levemente por debajo de un 1% para este año, cifra que a la altura de agosto estaba más bien entre un 0,5% y un 1% negativo. En el cuarto trimestre habría un crecimiento del orden de 3% año con año.

En el margen, lo que se está viendo es que la recuperación de la demanda externa ha tendido a centrarse más bien en el consumo y particularmente en el consumo de los durables, lo que produciría una reposición de inventario en el comercio, mayores importaciones, y también se ha visto un impulso significativo en las compras de bienes inmuebles, mientras que la inversión fija, en general, se mantiene deprimida especialmente el componente de maquinarias y equipos importados.

Con respecto a la demanda externa, las exportaciones han mantenido un ritmo de crecimiento similar a lo previsto mientras que en el caso de las importaciones, como consecuencia de los menores desarrollos de la demanda y principalmente de la inversión, se está por debajo de lo que se había anticipado.

En el mercado laboral más bien se ha confirmado una tendencia de estabilización y algunas señales incipientes de recuperación más marginales que todavía son bastante leves.

Con respecto al impulso fiscal, conocidos los antecedentes al tercer trimestre, se observa que la tasa de ejecución del presupuesto ha avanzado más rápido de los promedios históricos, a través de este período, y hasta el momento hay un crecimiento acumulado en el año del orden del 5% y hacia fines de año se estima que habría, sobre la base de los antecedentes históricos, un crecimiento del orden del 6% con un crecimiento alto en el cuarto trimestre por un efecto de base de comparación con respecto a igual trimestre del año anterior y el déficit fiscal estaría en torno al 1,5% del producto. En conjunto, se estima que la política fiscal ejerce una presión positiva sobre la demanda interna, tanto por el incremento señalado en los gastos como por la fuerte disminución de los impuestos por efectos, principalmente, cíclicos no discrecionales, pero igual la tasa de reducción de impuestos ha ido más rápida que la del producto y la del ingreso.

El presupuesto aprobado para el próximo año contempla un crecimiento del gasto público de un impacto macro del orden de 3,3% cuando se compara presupuesto con presupuesto. Si se corrige esto por la base de comparación del año 1999 con los datos proyectados de ejecución fiscal, más antecedentes históricos para el año 2000 en relación a las normas históricas de ejecución, se observa que la tasa de crecimiento del gasto del próximo año sería, más bien, cercana al 0%, siempre y cuando se mantenga durante el año 2000 la tasa histórica de ejecución del presupuesto. Si nos acercáramos a la de este año se volvería entonces al 3,3%. Sumado esto a la recuperación anticipada de los ingresos, la política fiscal en el margen tendría un impacto más bien contractivo y se tendería a recuperar una posición de cuasi equilibrio fiscal. Cuasi porque hay un componente de los ingresos fiscales que viene dado por ventas extraordinarias de activos y descontando ese efecto, tendríamos un déficit cercano a 0% del PIB. (sin descontar los fondos implementados por el Fondo del Cobre).

En resumen de los antecedentes de oferta y demanda, se observa una confirmación de la trayectoria de recuperación, pero más lenta de lo previsto en el rango bajo de lo que se podía prever hace cuatro o cinco meses atrás y se mantiene las perspectivas de recuperación hacia el 2000. Por este frente, en términos generales, no se ve una fuente de presión inflacionaria adicional sino que en el margen, algo más despacio porque se ha ido más lento de lo que se esperaba.

En relación a la Balanza de Pagos y posición financiera internacional hay un superavit acumulado, a través de noviembre, del orden de US$ 1.450 millones con lo cual el déficit de la cuenta corriente estaría en torno al 0,5% del PIB aproximadamente, por lo tanto, en ese sentido no se ve ningún tipo de preocupación. Y como se señalaba antes, los indicadores de riesgo soberano en general en las economías emergentes y en Chile también se han movido a la baja.

Sobre las presiones provenientes de los salarios y costos laborales, los antecedentes recientes señalan que las remuneraciones nominales continúan en una trayectoria de moderación con un crecimiento levemente superior al 5%, lo que implica aumento de salarios reales entre un 2,5% y un 3%, aproximadamente, en circunstancia en que la desocupación se ha incrementado, el empleo ha disminuido. El ritmo de incremento de la productividad media de trabajo está en el orden del 1%. En el pasado, los salarios reales crecían a tasas mayores del orden del 5% reales anual y eso era el paralelo con un crecimiento de la productividad del orden de 5% a 6%. Ahora se ha dado vuelta la ecuación y los salarios reales están creciendo más rápido que la productividad. Parte de eso refleja los elementos de inercia que son producto de los ajustes salariales y una buena parte se concentra hacia fines de año en los meses que van entre diciembre, enero y febrero y diciembre y enero y se espera que se muestre una moderación adicional. Algún anticipo de esto tenemos a partir de unos antecedentes recientes de reajuste iniciales en convenios de renegociación colectiva y debería producirse aquí una corrección adicional, pero por el momento la evolución de los salarios constituye un factor de presión sobre la inflación. No es más alto del que teníamos antes, pero no se han producido las correcciones que se podría haber esperado.

Finalmente, factores específicos que van a incidir sobre la inflación, al menos en los próximos 12 meses, el principal desarrollo se refiere al comportamiento del petróleo y de sus derivados. Por una parte, ya es conocido que va a haber un incremento al impuesto de la gasolina lo que produce un impacto de alrededor de 0,15 puntos porcentuales sobre el IPC y también se ha detectado que ha habido algún grado de demora en el traspaso del mayor nivel del tipo de cambio a los precios de gasolina y otros derivados, ahorro del precio al consumidor, y también está el efecto de la eventual corrección de paridades del FED. Se podría obtener una décima adicional si es que se traspasa ese rezago en el ajuste cambiario de los precios de la gasolina y, de producirse una corrección en los valores de paridad del FED a los valores actuales, se podría tener un impacto de hasta medio punto porcentual.

En relación a las expectativas de inflación del sector privado lo que se puede deducir, a partir de los pagarés nominales del Banco más las informaciones que se puede recabar de informes de analistas u opiniones que han aparecido en la prensa, es que no hay cambios relevantes en la expectativa de inflación a lo largo del último mes o de los últimos meses. Sí se observa un ligero aumento en esas expectativas, en parte en los papeles un aumento de cerca de medio punto que estaba dentro de lo previsto, pero también los analistas hemos visto una proyección desde 3,5% a niveles más cercanos al 4%.

En resumen, las implicancias del análisis anterior sobre las perspectivas de la inflación indican que la principal novedad lograda en el último mes es que se está reconociendo una mayor presión inflacionaria proveniente del tipo de cambio y también del precio del petróleo. Ambos efectos implican un incremento en las proyecciones de inflación hacia el año 2000, si bien en el mediano plazo una vez que se traspasen esos ajustes y si no se vuelve a una tendencia la trayectoria no ha presentado cambios fundamentales, principalmente también porque, en términos de los factores de mediano plazo, hay una evaluación de la brecha de capacidad interna que es ligeramente mayor a la que había anteriormente. Ese factor va a continuar ejerciendo, a través del año 2000, una presión de moderación de la inflación, pero se ha agregado un factor que tiene efectos más transitorios que se refiere al petróleo y al tipo de cambio. El dilema es ahora pasar por un incremento de la inflación hacia el 2000 y después volver sin cambiar expectativas ni presiones salariales a una inflación de tendencia del 2001.

El Presidente ofrece la palabra para comentar el Informe.

El señor Ministro de Hacienda agradece las palabras de bienvenida del Presidente, pide disculpas porque tendrá que retirarse a continuación de sus comentarios porque ha sido llamado por el Presidente de la República y manifiesta lo siguiente:

"Respecto a las afirmaciones sobre política fiscal, nosotros también tenemos proyecciones internas de déficit fiscal. Como ustedes recordarán, al tercer trimestre el déficit acumulado es de un 0,6% y el producto anual en el cuarto trimestre y en particular diciembre es un mes que por razones estacionales es un mes de gasto público muy elevado y no va a ser la excepción este año, por lo tanto, no es que cada trimestre se pueda comparar literalmente con cada uno de los otros del año. Nuestra proyección, para el conjunto del año, está en un rango entre 1,00% y 1,5%. La cifra que está acá está en un rango alto de lo que son nuestras proyecciones. El componente que hace más variable lo que da el ancho de este rango de confianza es lo que ocurra con los ingresos tributarios que es la variable que, en realidad, ha tenido un comportamiento más volátil y errático este año y estábamos pensando que noviembre no va a ser bueno para efecto de los ingresos tributarios y diciembre todavía sigue siendo una incógnita de lo que pueda ocurrir.

De todas maneras, el 1,5% es el escenario más desfavorable para el asunto de las predicciones fiscales que está contenido acá. No sé qué ocurre con estos documentos, pero si hiciera un rango estoy compartiendo con ustedes el rango en el cual ya conocemos una parte de la historia del último trimestre, por lo tanto, el 1% que es la parte baja del rango, ese es el principal componente que está afectando la política fiscal.

Respecto a la nota del pie de la página N° 4 que se refiere al efecto fiscal del próximo año, la verdad es que uno siempre puede hacer comentarios a favor o en contra del resultado fiscal. Si uno dejara afuera los bonos de reconocimiento, por ejemplo -hay buenas razones económicas para dejarlos afuera- entonces tendríamos superavit. Lo que se ha seguido es extrictamente lo que son las normas contables tanto las de Chile como las aceptadas por el Fondo Monetario Internacional, en consecuencia, creo que esa nota está demás, porque uno puede buscar argumentos para los dos lados. Por ejemplo, en una empresa que venda activos, lo que tiene contabilizado como valores activos no forma parte de las utilidades, pero se estima un sobreprecio sin formar parte de las utilidades y del resultado de la empresa. En el caso de la venta de activos del sector público se utiliza exactamente el mismo criterio, lo que está contabilizado como de valor comercial, valor libro o su equivalente, no forma parte del resultado fiscal, pero si hay cualquier sobreprecio, ese sobreprecio sí aporta a los ingresos del sector público y a los ingresos corrientes del sector público y por lo tanto, está el efecto del sobreprecio de algunas ventas bastante exitosas de empresas, en particular EMOS. Ese es el factor que está señalado aquí en la nota al pie de página. Eso está siguiendo extrictamente normas contables que son internacionales y nacionales.

Lo que más me complica es lo siguiente: Efectivamente la política fiscal del año 2000 va a ser contractiva. Lo que nosotros necesitamos para el año 2000 es un producto creciendo al 5% o quizás algo más, mientras no se depure la macro y con un gasto, en la medida de lo posible, creciendo algo más. Tenemos una cuenta corriente casi equilibrada para este año y esperamos tener un déficit un poco más aceptable para el próximo año, entonces, estos dos elementos se combinan solamente con un gasto del sector privado creciendo bastante por sobre esta cifra, que es la única forma y que es bastante consistente si pensamos que en este ciclo el gasto privado quizás es la variable que más se ha resentido, en consecuencia, es un movimiento en la dirección de la normalización. Y eso requiere una combinación desde la política fiscal contractiva, en una fase expansiva del ciclo, que se requiere aumento del gasto privado, una política monetaria que acompañe, que apoye y ayude en esa dirección. Esa fue la razón que finalmente terminó, como ustedes recordarán, por botar todas las barreras para suspender la situación de la banda cambiaria, porque en ese contexto, si había que estar defendiendo el techo, eso significaba una política monetaria que no iba a ayudar a esta evolución macro.

También, como ustedes recordarán, se postergó por un año la sugerencia del Banco de tener rangos de inflación ya más de largo plazo, entre 2% y 4%, y se fijó en 3,5% pensando de que el 3,5% es una meta de inflación que no iba a significar una politica monetaria que afectara a esta evolución.

Encuentro que es complicado que en ese contexto las expectativas apunten en la dirección desde la meta inflacionaria del 3,5% puede quedarse corta - aquí hay anticipo de aumento de tasas - porque no hay otro instrumento para poder fomentar una reactivación más rápida y probablemente, eso pudiera redundar en una recuperación o normalización de la economía más lenta de lo que necesita la economía, más lenta de lo necesario y más lenta de lo que es conveniente.

Creo que esa expectativa de mayor inflación no es correcta por lo siguiente: primero, porque en cada uno de los ciclos anteriores de ajuste los márgenes se han reducido, pero nunca han vuelto al nivel del cual partieron, siempre hay allí alguna ganancia de productividad. Hay un nivel previo a cuando comenzó el ciclo, en consecuencia uno no debiera apostar a que ésta va a ser la excepción en que sí van a volver a los niveles que tenían el año 1997.

Respecto a los precios del petróleo, que es otro componente que pudiera generar algún efecto inflacionario o efectos sobre expectativas de inflación, hay dos elementos a señalar. El primero es que el día 1° de enero se gatilla un aumento del impuesto del precio de la gasolina, pero que está plenamente compensado por una reducción simultánea de arancel de acuerdo a las estimaciones que en su oportunidad hicimos, no solamente eso tiene, desde un punto de vista central un balance, sino que también desde un punto inflacionario tiene eso neutralidad al interior del año. Eso como un componente.

Lo segundo, en relación a la evolución de los precios de derivados internacionales no hay una decisión todavía al respecto, pero estamos evaluando la posibilidad de suplementar, de una manera que no agrande el déficit fiscal, los recursos del Fondo del Petróleo, entendiendo que la situación actual de precios internacionales es una situación que probablemente no se va a ver durante un tiempo largo y por lo tanto se justifica, como ha ocurrido en otros momentos del tiempo hacia atrás, márgenes en una aplicación moderada de los sistemas de estabilización del Fondo del Petróleo, sobre todo considerando que algún ajuste aquí se sumaría a los efectos del aumento del impuesto de la gasolina que se había programado para los primeros días de enero.

Desde esa perspectiva, no estoy previendo de que pudiera haber presiones inflacionarias que pudieran elevar la inflación desde los niveles de 2,5% o menos que estamos observando ahora, a niveles de 4% o 3,8%. Una cosa es lo que pudiera ocurrir y lo que en esta mesa pudiera pensarse, he señalado mi opinión al respecto, pero no nos sirve de mucho si es que en el sector privado no hay una expectativa más adecuada de lo que son las perspectivas de inflación. Vuelvo a reiterar lo que señalé al comienzo, si en el sector privado se piensa de que la inflación sí puede ser un tema de importancia durante el año 2000 y que en consecuencia pudiera motivar aumentos de tasas, entonces las tasas van a cambiar antes de que hubiera algún movimiento en esa dirección y por lo tanto, lo que va a ocurrir es que el único instrumento de política que está claramente enfocado a copiar una reactivación ordenada y a una velocidad adecuada, termina perdiéndose. Pudiera ser un daño, en ese sentido, innecesario. Planteo el tema, porque creo que nos debiera preocupar.

Finalmente, no creo que este mayor aumento del IPM respecto del IPC tenga necesariamente un sesgo inflacionario - me gustaría revisar más los números - pero tengo dos argumentos. Primero, tiene una ponderación alta en el IPM el precio del crudo y por lo tanto, el precio internacional aparece entero en el IPM y no aparece mediado por el Fondo del Petróleo. Segundo, es que quizás uno debiera ver una serie larga de IPC y de IPM, porque durante un período muy largo tuvimos la situación inversa con un IPC sistemáticamente creciendo por sobre el IPM y en consecuencia, a lo mejor lo que estamos teniendo ahora nuevamente es una normalización. El IPM es más intensivo en transables que puede estar reflejando los efectos de la devaluación y no necesariamente significa que el IPM es un anticipo de lo que pueda eventualmente ocurrir con el IPC".

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda.

El Consejero señor Desormeaux señala: "Me pareció un tanto optimista la proyección de crecimiento para el año y para el cuarto trimestre, un promedio de 3% partiendo con un mes de octubre que va a estar por debajo de esa cifra y con un mes de noviembre que, a juzgar por las cifras de importaciones, no va a estar muy lejano tampoco de lo que ha sido septiembre y octubre, pone un peso importante sobre la proyección de diciembre como para poder llegar a una proyección de esa naturaleza".

El Consejero señor Marshall manifiesta: "Comparto, en general, el análisis que se hace en el documento. Mis comentarios son los siguientes:

Nosotros habíamos calculado, durante un tiempo, el índice de condiciones externas que era un buen resumen de cómo estaban afectando las distintas variables externas la actividad económica. Creo que es útil para anticipar cuales son los impulsos que van a venir desde el sector externo, porque no se transmite necesariamente por el lado de las importaciones o de las exportaciones, en general se transmite por otras vías. Acá se hace un análisis, en general, de un buen escenario. Por ese índice las condiciones externas han ido mejorando y si es así, eso de alguna manera por algún efecto de rezago debiera tender a producir una mayor expansión por ese motivo.

En segundo lugar, creo que las presiones inflacionarias latentes, encubiertas, es un fenómeno real y probablemente nos va a complicar en las decisiones de política monetaria en los próximos meses. Las expectativas del sector privado han ido elevándose en las últimas encuestas y respecto de eso tal vez sea conveniente, a estas alturas que tenemos una serie más larga de tasas de interés nominales, ver si somos capaces de construir algún tipo de indicador de expectativas, porque creo que nos ayudaría a ver cómo el mercado percibe el balance de riesgos.

Lo tercero, es el análisis que se ha hecho del sector fiscal. Me llama la atención en los siguientes términos: lo que vamos a observar, de acuerdo a lo que aquí está, es una tendencia fiscal desde ser expansiva, durante este año, a ser contractiva el próximo, entonces, en el fondo ese va a ser un factor efectivo de la contracción de la demanda agregada. Creo que ese factor no está suficientemente enfatizado, aparece como el tema fiscal más bien como una especie de retorno a la normalidad y si es como está acá, que hay un efecto contractivo, o sea, pasamos de la política fiscal expansiva a una política fiscal más contractiva, eso eventualmente sería un hecho relevante.

El cuarto tema que deseo destacar es algo que planteó Camilo (Carrasco) en alguna reunión y tengo la percepción de que no lo hemos discutido. Es el fenómeno del exceso de liquidez post 2000, o sea, si la economía mantiene un exceso de liquidez después del año 2000 qué efectos podría tener eso, cómo eso se contrae y cuanta inercia va a tener, o sea, por cuánto tiempo vamos a tener un exceso de liquidez. Creo que, tal vez hoy día, el tema no es tan relevante porque todavía no se ha pasado el 2000, pero es un tema que debiéramos revisar y pienso que ahí podríamos tener una presión de expansión de demanda adicional".

La Consejera señora Ovalle tiene un comentario con respecto a la situación fiscal, recordando que en reuniones de instancia anteriores se había pedido un análisis de la evolución de la economía del año 2000, en base a efectos probables de las distintas trayectorias del gasto público sobre la tasa de interés. Asimismo, desea saber cual es la proyección del gasto para el primer trimestre del año 2000 y también del tipo de cambio.

El Gerente de la División Internacional hace el siguiente comentario, más bien en términos de matices, frente al contenido del Informe:

"Mi impresión, en general, es que la recuperación ha sido más lenta que lo esperado y hay razones para que una recuperación más lenta que lo esperado siga estando vigente en los próximos meses del primer trimestre. En primer lugar, porque las condiciones externas que se habían venido recuperando han parecido llegar a una especie de situación de plateau, de meseta, en particular lo que se refiere a los términos de intercambio que no siguen mejorando, en el margen, como lo habían venido haciendo y está muy relacionado con el alza del precio del petróleo que tenemos un impulso de ingresos que estaba siendo favorable, pero que por el momento parece extinguirse.

En segundo lugar, en el término de los flujos de capitales, hasta aquí no hemos visto una recuperación de las entradas, tal vez incipientemente en el mes de diciembre podría haber algo favorable, pero en general, todo lo que ha sido este trimestre sigue siendo un trimestre de entrada de capitales relativamente bajo, dos elementos importantes en términos de la recuperación por lo externo, no parecen ser extraordinariamente fuertes como estarse reforzando.

Respecto a las condiciones internas, lo favorable para la expansión de la demanda agregada por las condiciones internas y el efecto "expectativas" que genera la sensación de un fin de la recesión, pero respecto a ello, se ven todavía respuestas muy limitadas solamente en términos de algunas demandas de bienes de consumo, no vemos que con los mismos números de IMACEC, de importaciones, esté dándose una recuperación de alguna variable, más aún con la prolongación del período de campaña presidencial es posible que la recuperación del gasto, por el lado interno, también sea amorfo. A ello se suma una recuperación lenta que partimos de una situación bastante deprimida de la demanda agregada, el déficit de cuenta corriente se ha mencionado ya, va a ser muy cerano a 0% y si lo medimos en términos de precios externos de tendencias, vamos a estar probablemente en una situación de superávit en el año 1999. Eso creo que tiene implicancias para las condiciones inflacionarias y de precios durante el año 2000, porque en una situación de demanda agregada que parte de un nivel bajo que se está recuperando lentamente, veo muy difícil que se manifiesten presiones, por ejemplo, por ampliación de los márgenes de comercialización, particularmente si la comparación la estamos haciendo respecto de un año como 1997 cuando empezó la contracción de márgenes y cuando estábamos en una situación de demanda agregada extremadamente distinta a la que nos encontramos hoy día y a la que nos encontraremos probablemente en el año 2000. Creo que con el ritmo de recuperación que tenemos y con el nivel de déficit de cuenta corriente en que nos encontramos, que muestra cual es el nivel de la demanda agregada en relación a la capacidad productiva de la economía, no creo que estemos en una situación de mayor presión por ese lado. Ciertamente que las presiones sí existen en términos de los precios de los combustibles y ella está calculada que lo que puede eso significar. En cualquier caso también debemos aceptar que el nivel actual de los precios de los combustibles es extraordinario y muy probablemente empiecen a darse algún tipo de implementos de ofertas adicionales que lo lleven hacia un nivel más normal que lo que se han mostrado en el pasado. Hoy día estamos a 25 dólares por barril, no parece ser un precio muy sostenible.

En resumidas cuentas, mi impresión general es que no veo mayor riesgo en el futuro cercano en lo que implica el cumplimiento de la meta de inflación".

El Consejero señor Marshall comenta, respecto del mensaje, que dado que se va a hacer una Minuta con esta reunión, dice tener dudas de seguir insistiendo en esto de que "la recuperación es más lenta de lo esperado".

El Presidente señala que precisamente quería comentar sobre este tema y manifiesta lo siguiente:

"Es el primer comentario que quería hacer. Tengo la impresión de que la recuperación no es tanto más lenta de lo esperado sino que es más tarde. Realmente habíamos pensado que, finalmente, la recuperación comenzaría hacia fines del segundo trimestre del año y por distintas razones, entre otras el racionamiento eléctrico y la sequía, que se sumaron precisamente en ese momento, se nos retrasó todo el proceso de recuperación hacia fines del tercer y cuarto trimestre, pero la velocidad de la recuperación es la velocidad que siempre habíamos pensado que debería tener. Creo que nunca apuntamos a una recuperación rápida de la economía que nos obligara luego a poner frenos de nuevo, si no más bien estábamos apuntando a una recuperación más o menos como la que tenemos, aunque más tarde de lo que habríamos deseado, y quisiera distinguir los dos elementos, lo más tardío de la recuperación respecto de su velocidad en el momento en que la recuperación comienza a presentarse.

Tengo la impresión de que nos vamos a encontrar el próximo año en un dilema de política económica relativamente complejo, porque vamos a tener algunos elementos, en el campo de la inflación, que van a estar haciendo presión del tipo de presiones por una sola vez, como el ajuste cambiario, como el ajuste del precio del petróleo, que son el tipo de ajustes de inflación por una sola vez que no deberían requerir de acción fuerte de parte del Banco Central para combatirlos, sino que deberían requerir de un poco de paciencia desde varios puntos de vista: de paciencia para esperar, de paciencia para aceptar las críticas porque la inflación se nos pasa de ciertos límites, pero al mismo tiempo se corre el riesgo, si esas circunstancias se dan, de que las expectativas del sector privado provoquen que esto, que es claramente efectos por una sola vez, puedan transferirse a efectos más permanentes y multiplicarse por la vía de la indización, traspasarse a salarios, etc. Vamos a tener ese dilema el próximo año y tendremos que irlo resolviendo, según las evidencias que tengamos respecto de las presiones de precio y de las expectativas, y aquí enfatizo la necesidad de tener algunos argumentos que nos permitan evaluar mejor las expectativas como señalaba Jorge (Marshall).

Este dilema de la política económica puede ser relativamente fácil de manejar si se dan las circunstancias que señala Guillermo (Le Fort) que efectivamente las presiones que estamos teniendo sobre los precios no lleguen a manifestarse en un efecto sobre el IPC, que es el índice que nos interesa, que nos lleve demasiado por encima de la cifra que tenemos el año próximo como meta. No me preocuparía mucho en el más menos 3,5%, que nos acercáramos o bordeáramos la parte superior de ese rango, que siempre lo hemos estimado en algo así como medio punto o un poquito más. Si corremos el riesgo de irnos por encima de esos rangos, tenemos que analizar cuidadosamente las opciones de políticas que enfrentamos. Lo que no veo en riesgo el año próximo, de manera alguna, es la tasa de crecimiento de la economía. Pienso que nuestra proyección de 5% de crecimiento, para el año próximo, es una proyección que incluso se ve en el lado moderado de las proyecciones que están viendo el sector privado y las instituciones internacionales. Creo que el año próximo el promedio del 5% significa algo menos al comienzo y algo más al final, de modo que el año 2001 la economía estaría ya en tasas de crecimiento del orden del 6% o tal vez un poco más, a menos que ocurra algún accidente inesperado como los que hemos tenido el año 1998. En general, la tasa de crecimiento el año próximo está bastante asegurada, sin embargo, en materia de inflación tendremos un dilema de política para enfrentar elementos que actúan por una sola vez en el sistema, pero que podrían, debido a expectativas y a la indización, provocar un efecto más prolongado. En ese contexto, creo que el hecho de que la política fiscal mantenga una

posición neutral, incluso restrictiva, es un elemento que facilita el manejo de las políticas. En todo caso, es importante asegurarse que ese carácter neutral efectivamente se dé y en eso tenemos que tener mucho cuidado en observar las cifras; hay que recordar que cualquier nuevo gobierno llega con impulso para resolver los problemas lo más rápido que pueda y en ese sentido tenemos que asegurarnos que los compromisos presupuestarios adquiridos se cumplen y tratar de llamar la atención de las autoridades en esa dirección. Si eso no fuese así, obviamente lo que digo en materia de riesgo de política tiene que ser modificado".

El Consejero señor Marshall comparte enteramente lo que ha dicho el señor Massad y agrega lo siguiente: "Las minutas son mensuales, entonces cuando nosotros decimos "esperado", de alguna manera se hace referencia a lo esperado en la minuta anterior. Estamos terminando este año con un crecimiento en torno hacia -0,6% a –1% (negativo) y el Presidente decía que el próximo año el 5% está razonablemente en línea. Estas cifras han estado en nuestros debates desde hace cuatro meses, nuestra política monetaria desde hace cuatro o cinco meses, diría que desde septiembre, considera que este año va a tener un crecimiento negativo y que el próximo año estamos en línea con el 5% de crecimiento y mantenemos esas proyecciones, estamos en línea con lo que hemos esperado".

El Consejero señor Desormeaux dice: "Me sumo al juicio de Carlos (Massad) en el sentido de que esta recuperación, si la medimos con los parámetros con que se miden los países desarrollados, no es una recuperación lenta. En el tercer trimestre la economía creció a un ritmo de 5% anual y la verdad es que el cuarto trimestre, si la economía llegara a crecer un 3%, la verdad es que ese es un ritmo que supera el 10% como velocidad anual entre trimestres. De hecho, tengo una estimación en torno a un 11%, así que desde el punto de vista de la velocidad de recuperación, ésta no es lenta. Pero indudablemente que ésta es una recuperación que está muy basada en una recuperación de inventarios y un avance muy modesto del consumo y evidentemente de que es una recuperación que no tiene una durabilidad muy grande. La preocupación es que en realidad, por ejemplo, las importaciones de bienes de capital, están cayendo a un ritmo del 40% en 12 meses y éste evidentemente es un fenómeno de expectativas que tiene que ver con la incertidumbre que existe respecto de políticas futuras, de áreas importantes de decisiones en el país. De manera tal que creo que, aunque la recuperación anda a un ritmo que pienso que es satisfactorio y probablemente la discusión es que partió más tarde, no hay duda de que el primer semestre del próximo año el hecho de que la inversión no esté partiendo y que ésta vaya a partir con un rezago, va a significar que inicialmente la demanda en el país no va a crecer a un ritmo muy fuerte. Creo que el primer semestre del próximo año, desde ese punto de vista comparto la visión de Guillermo Le Fort también en el sentido de que no vamos a tener una expansión acelerada de la demanda, vamos a tener una expansión rápida del producto, fundamentalmente liderada por el sector exportador. De manera que creo que la suma de los elementos que se han señalado, una política fiscal que en términos netos va a ser contractiva o por lo menos neutral, flujos de capitales que están relativamente estancados, términos de intercambio que han mejorado pero moderadamente y se han estancado en ese nivel, una política monetaria que en el papel es expansiva, pero que en la práctica si uno mira toda la estructura de las tasas de interés no ha sido muy expansiva, en definitiva yo diría que el país está bien y que la política monetaria no enfrenta dificultades realmente muy grandes en el primer semestre, a pesar de estas presiones por una sola vez que se han mencionado".

El Gerente de la División Internacional señala: "Mi comentario se refirió a la demanda agregada y no a la recuperación de la actividad que se ha dado, en gran parte, por la reversión de los shocks de oferta negativos durante el tercer trimestre de este año y también en lo que va corrido del cuarto con tasas de inflación extraordinariamente altas en algunas actividades particulares. La demanda agregada creo que está creciendo a una tasa más lenta como lo indican las importaciones y el nivel proyectado de importaciones hace tres, cuatro y seis meses atrás, era mucho más alto del que se ha dado efectivamente, a pesar del aumento del precio del petróleo y que debería haber subido ese valor. Se hablaba de 1.300 millones de dólares por mes y no hemos estado ni cerca. En virtud de eso, creo que la demanda agregada va despacio y además, respecto del próximo año, uno en línea con las proyecciones, la expansión de la demanda agregada proyectada para el próximo año solamente excedería en 2 puntos la expansión del producto y en virtud de eso, significaría que pasaríamos desde una situación de cuenta corriente en 0% a una situación de cuenta corriente de déficit del orden de sólo 2% del producto. Esto muestra que el nivel de la demanda agregada del próximo año, en términos de nivel, aunque se recupere el acuerdo a lo proyectado, va a seguir estando baja y en consecuencia, podemos esperar poco en términos de presiones inflacionarias derivadas de la descripción de demanda.

El Gerente de la División de Estudios manifiesta lo siguiente:

"Frente a algunos de los comentarios que hizo el señor Ministro de Hacienda, más bien frente al comentario que hacía en torno a que con cada ciclo los márgenes iban disminuyendo, nosotros tenemos una medición de marcas y, en general, tiende a volver a la media después de los ciclos, o sea, no es tan claro el escenario del Ministro en el sentido de que cada vez esta economía va teniendo márgenes más chicos, tal vez en algunos sectores eso sea cierto, pero no para la economía como un todo.

Respecto al punto de la caída de la inversión que ha mencionado el señor Desormeaux, esas son las cifras, no hay nada que decir al respecto, más que tanto como afecta a la demanda también afecta al producto potencial, de modo que si pensamos, la economía desde el punto de vista de la brecha del producto, la situación es menos nítida que si se dice "solo aquí cae la inversión y por tanto cae la demanda y por tanto hay menos presión inflacionaria". También cae el producto potencial, aunque bastante menos, pero eso no es un efecto que haya que olvidar en la ecuación final".

El señor Luis Oscar Herrera dice lo siguiente: "En relación a ese mismo punto, un factor que es relevante en la importación de capital es el desarrollo de los proyectos mineros. Varios de estos proyectos se han visto postergados, por razones de precio, y eso tiene una alta incidencia en las importaciones de maquinarias y equipos. Ese factor hasta cierto punto es también más permanente del sector, tendría mejoras hacia el próximo año por mejoras de precio por condiciones externas, pero no alteraría los índices en forma significativa.

El otro asunto que se comentó sobre la importancia de medir más adecuadamente las expectativas del sector privado, además de los esfuerzos de extraer señales del nuevo precio que estamos haciendo en este momento, montamos un proyecto de encuesta al sector financiero, a bancos, AFP y otras compañías, con el objeto de recabar la expectativas, por lo menos de aquí a doce meses, de los principales precios en forma sistemática, mensual. Hay un esfuerzo significativo hacia ese lado.

En relación a otros puntos que mencionó el Ministro como la compensación del aumento de los impuestos con los aranceles, estimamos que los traspasos de aranceles a precios son muy graduales en el tiempo y en realidad lo más significativo es el impacto del petróleo. Respecto a las presiones que se viven en el petróleo, nosotros tenemos incorporado que el petróleo vuelve de los niveles actuales, de US$ 21 o US$ 22 el barril. Está incorporado en el texto que se calculó anteriormente. Lo que hemos hecho es anclar el FED a esos valores".

El Gerente General señala lo siguiente:

"Yo no soy tan optimista como aparentemente he escuchado acá en términos de que no vamos a tener mucho problema con la política monetaria. Tengo la impresión que las expectativas del sector privado, en relación a la inflación del próximo año, han ido claramente hacia arriba y eso tiene que tener alguna explicación. No tengo muy clara la explicación, pero creo que un factor es que las dos candidaturas presidenciales han prometido muchas cosas, han prometido terminar o bajar drásticamente el desempleo en un período muy corto de tiempo y si eso es así, creo que el sector privado piensa que algo va a pasar con el gasto público. En eso estoy muy de acuerdo con el Presidente que si hay algo que el Banco Central tiene que enfatizar, en estos momentos, es la necesidad de que el gasto público, el próximo año, sea cual sea el gobierno, se encuadre a lo que efectivamente es el presupuesto actual".

El Presidente comenta lo siguiente:

"No soy muy buen calculista sobre el tema que menciono, pero tenemos dos elementos que van a aliviar ese fenómeno en el curso del próximo año. Uno es el tema de las concesiones. El nivel de concesiones del año próximo excede fuertemente lo que se ha hecho en años anteriores y la construcción que ya está mostrando señales de recuperación que seguramente se acelerarán hacia el año próximo en la medida en que el stock de viviendas, oficinas, etc. están bajando con bastante rapidez. A esos dos factores los veo con alta probabilidad de adquirir vuelo en el año próximo lo que va a dar un cierto apoyo al gasto, pero al mismo tiempo, vemos que el tipo de crecimiento que nos interesaría, que es aquel que no nos desajuste al sector externo y por tanto es aquel que tiene un gran componente de producto y no tanto componente de gasto. No estaría sobrepreocupado de un tipo de crecimiento en que el gasto interno juege un rol marginal, un rol de apoyo, pero que no juegue un rol principal porque nos volvería a desequilibrar la cuenta corriente y nos empezaría a provocar problemas por ahí. Creo más bien que un tipo de desarrollo como el que se mide por el IMACEC a costo de factores, que es el tipo de desarrollo que está también basado, en su componente interno, en la reversión de los shocks negativos que tuvimos durante los años 1998 y 1999 es un tipo de crecimiento favorable desde el punto de vista de que nos da un efecto positivo sobre el empleo, nos da un efecto positivo sobre el bienestar, en términos de niveles de producto, con un mínimo de efecto negativo desde el lado del sector externo. Para mí la preocupación principal no está tanto en los niveles de gasto que pudiéramos tener -que por lo demás van a ser apoyados por la propia inversión vinculada a concesiones y a vivienda- sino más bien por aquel crecimiento que puede generar niveles de desempleo más bajos.

En resumen, no soy pesimista y tampoco estoy demasiado preocupado por acelerar el crecimiento impulsado por la vía del gasto. Sin duda que un aumento del gasto tendrá que venir como un factor de equilibrio entre los distintos sectores de la economía, pero no creo que necesitemos estar demasiado preocupados de que el gasto no esté suficientemente alto.

A continuación, el Gerente de la División de Estudios presenta sus opciones y recomendaciones:

" De acuerdo al informe mensual presentado, la situación a la fecha se puede caracterizar por una reactivación en marcha algo más consolidada, aunque lenta aún y sin un aumento visible de la inflación. Al contrario, esta última variable finalizará el año con un mínimo histórico, en una cifra bien por debajo de 3% anual. No obstante, a medida que se postergan aumentos de precios en 1999, las perspectivas de la inflación para el año próximo se han ido perfilando más sombrías. En efecto, de un lado, a la recuperación de márgenes que ya se había previsto conforme se reactiva la actividad económica, se suma ahora el potencial

efecto de la depreciación del peso sobre los precios internos en la medida que dicha depreciación no se revierta en los meses venideros. De otro lado, se agrega el impacto de cerca de medio punto de IPC que debiera tener el aumento en el precio de los combustibles (tanto por el aumento de impuestos en enero como por la "sinceración" del FEP).

En este contexto, las opciones de política monetaria que se abren son las de *mantener* la actual instancia o *endurecer* entre *leve* y *moderadamente*. Las proyecciones de inflación para el 2000 (no reportadas en el informe por encontrarse en proceso) comienzan a prever dificultades para alcanzar la meta propuesta de +/-3,5% a diciembre, aún sin considerar el efecto del aumento del precio de los combustibles, y eso podría inclinar la balanza hacia endurecer la actual política monetaria. No hay que olvidar a este respecto que la tasa de instancia vigente es claramente de estímulo a la actividad económica, de modo que un aumento entre leve y moderado sólo constituiría un movimiento hacia una posición más neutral y no hacia una postura contractiva.

Sin embargo, todavía queda algún análisis por hacer en cuanto a la permanencia de los shocks inflacionarios (en particular de la depreciación del peso) y a la persistencia en el tiempo de un eventual aumento en los índices de inflación (¿se trata de aumentos de una sola vez en el nivel de precios o de aumentos en la tasa de inflación?). Las perspectivas inflacionarias en un horizonte mayor (12 a 24 meses) aún son favorables, por cuanto el moderado ritmo de recuperación previsto para el próximo año mantendría algunas holguras en el grado de utilización de la capacidad instalada en la economía. Sin embargo, la dificultad de transitar hacia esta situación radica en mantener el control de las expectativas inflacionarias y la credibilidad de la política monetaria en un contexto de repunte de la inflación de corto plazo.

Por último, en la toma de decisión de política debiera ir considerándose en forma creciente el indicador de inflación subyacente que descuenta el efecto de perecibles y combustibles, para evitar fenómenos como el que se observará el próximo año con el impacto de una sola vez que tendrá el aumento en los precios de los combustibles sobre la inflación total.

Con todo, todavía es posible recomendar la mantención de la actual tasa de instancia, pero con una *perspectiva* cada vez más clara de *aumento de la misma en el corto plazo hacia una posición menos expansiva*, sobre la base de las proyecciones de la inflación subyacente o de tendencia (descontado el efecto de los combustibles)."

El Consejero señor Desormeaux expresa lo siguiente:

"Estoy de acuerdo con lo que ha planteado el Gerente de la División de Estudios. Es indudable que las tasas de interés, hoy día, son tasas estimulativas que en algún momento van a tener que ser corregidas, pero no me parece que sea prudente hacerlo en las actuales circunstancias, sobre todo por el cambio de milenio que se avecina, creo que evidentemente tenemos que pasar esa etapa antes de revisar la política actual".

Los demás señores Consejeros también están de acuerdo en mantener la actual tasa de instancia.

Enseguida, el Presidente lee el siguiente texto como proyecto de Comunicado:

"El Consejo del Banco Central de Chile realizó, en el día de hoy, su reunión mensual de Política Monetaria.

Considerando que los antecedentes disponibles sobre los desarrollos macroeconómicos recientes y las proyecciones para el año 2000 muestran una evolución favorable, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF + 5%.

Se acordó también que los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantengan inalterados".

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

JORGE MARSHALL RIVERA
Consejero

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero