

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Extraordinaria N° 807E
celebrada el 14 de diciembre de 1999

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Pablo Piñera Echenique
Jorge Desormeaux Jiménez

b) Otros participantes, señores:

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

c) Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Manuel Marfán Lewis

1. ACUERDO:

2. MATERIA: Instancia monetaria correspondiente al mes de diciembre de 1999.

3. GERENCIA: División de Estudios.

4. POLITICA: Se mantiene la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento (UF).

5. MINUTA:

Se inicia la sesión con la exposición de la Gerencia de División de Estudios para tratar la instancia monetaria correspondiente al mes de diciembre de 1999.

- Los antecedentes relacionados con la inflación, muestran que la evolución de los precios internos se mantiene por debajo de la meta planteada para el presente año. Se indica que los precios se mueven a un ritmo de aproximadamente 0,1% por mes, no observándose ninguna alteración de su tendencia, sólo un ligero cambio en la composición de la inflación hacia una mayor participación de los bienes transables.
- Se destaca que el Índice de Precios al por Mayor (IPM) acumula un incremento del orden del 12% anual, dentro del cual el precio del cobre y del petróleo explican alrededor de un 40% de este incremento. No obstante, existe una presión residual en el resto de los precios, que refleja principalmente el efecto de la depreciación del peso y también de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas.
- En relación con el escenario internacional, se indica que no se han registrado cambios significativos respecto del mes anterior, sólo una mejoría marginal en las condiciones financieras expresadas a través de la reducción de los *spreads* soberanos y la confirmación de tendencias positivas respecto del crecimiento mundial. En efecto, en la actualidad se espera conseguir un mejor crecimiento para el año 1999, con tendencias similares para el año 2000. Los precios de materias primas se mantienen en los niveles que habían alcanzado en meses anteriores, con un incremento adicional en el precio del petróleo, que refleja la efectividad de la política de cuotas que está implementando la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP).
- Se manifiesta que existe una apreciación general de que los precios del petróleo se moverán hacia niveles menores respecto de los que se observan en la actualidad. De igual forma, se considera a éste como un factor de riesgo significativo en lo que se refiere a inflación futura.
- Respecto de las tasas de interés de las principales economías, se registran incrementos a lo largo del último mes tanto en Inglaterra como en los países de la Zona Euro, 25 y 50 puntos base, respectivamente. Estos aumentos de las tasas de interés habían sido anticipados por el mercado, hecho que se reflejó en la trayectoria posterior de las tasas de interés de largo plazo y también en el precio de los activos bursátiles. En todo caso, se indica que, de la información del mercado, no se descarta hacia delante un incremento adicional de las tasas de interés en Estados Unidos de América (EE.UU.), así como tampoco la posibilidad de observar nuevos aumentos en la tasa de interés rectora del Banco Central Europeo.
- Sobre los mercados financieros en Chile, se indica que durante el último mes se ha verificado un incremento en las tasas de interés de corto plazo junto con una leve disminución en las de largo plazo. Estos movimientos son, en general, marginales, existiendo una mezcla de elementos que inciden sobre ellos. Por una parte, están los efectos del cambio de milenio que afectan las preferencias por liquidez de los agentes del mercado, lo que ha significado un mayor nivel para las tasas de interés de corto plazo para operaciones que sobrepasen el 31 de diciembre de este año. Paralelamente, existe la expectativa de un ajuste de la política monetaria en los próximos meses, percepción que se basa en las expectativas de un incremento de la inflación hacia adelante.

- Por su parte, se señala que los agregados monetarios más líquidos han continuado con una tendencia de crecimiento por los efectos también del cambio de milenio, siendo la recuperación generalizada en todos los componentes. Además, se confirma en los últimos dos meses un crecimiento significativo en el crédito al sector privado, el que hasta octubre había permanecido rezagado en relación con el resto de los agregados monetarios.
- Se indica, por otra parte, que en las últimas semanas se han registrado valores para el tipo de cambio observado del orden de \$540 a \$545 por dólar, los cuales estarían afectados por factores de tipo coyuntural, tales como el *efecto milenio* y, en menor medida, el efecto de las elecciones presidenciales.
- Tomando en conjunto los antecedentes ya señalados, se estima que no hay cambios significativos en las condiciones monetarias, aunque pueden producirse en las próximas semanas ajustes importantes en los precios de los mercados financieros, en particular una vez que se dilucidan los verdaderos efectos del cambio de siglo.
- Se señala que también existe una presión de precios importados como resultado de la depreciación del tipo de cambio multilateral, y el aumento del precio de materias primas, dentro de las cuales destaca el aumento del precio del petróleo. Aunque se estima que esta situación podría revertirse, todo pareciera indicar que estos precios se han tendido a afirmar en valores superiores. Por tal motivo, aún cuando pueden venir algunas correcciones a la baja, es razonable señalar que, desde este frente, habrían presiones adicionales para la inflación del próximo año.
- A pesar que hasta el momento no se han registrado presiones en el comportamiento de los componentes transables del Índice de Precios al Consumidor (IPC) más allá de las esperadas, se estima que, en la medida en que se vayan recuperando las ventas de estos bienes, se van a registrar traspasos a precios y eso puede conducir a una inflación mayor en el futuro.
- En relación con la oferta y la demanda agregada, los antecedentes de los dos últimos meses muestran la existencia de un quiebre en la tendencia en la mayor parte de los indicadores. Es así como se estaría pasando desde una evolución más bien plana con algunas excepciones que anticipaban un quiebre, como era el caso del dinero, a una tendencia positiva en la actualidad en la mayoría de los indicadores. Por lo tanto, se observa en las cifras más recientes un crecimiento generalizado, estando este crecimiento en el rango menor de las proyecciones que se habían realizado para el presente año.
- Con los antecedentes que existen, se estima que el Producto Interno Bruto (PIB) cerraría el año con una disminución en torno a 1%, con un cuarto trimestre creciendo del orden de 3% anual.
- Se señala que la recuperación de la demanda interna ha tendido a centrarse más bien en el consumo y particularmente en el consumo de bienes durables, lo que produciría una reposición de inventarios en el comercio y mayores importaciones en adelante. Asimismo, se ha observado 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 anteriormente, mientras que las importaciones, como consecuencia de los menores desarrollos de la demanda y principalmente de los bienes de inversión, están con una trayectoria bastante moderada.
- Conocidos los antecedentes fiscales al tercer trimestre de 1999, se observa en la tasa de ejecución del presupuesto un crecimiento acumulado en el año del orden de 5% y hacia fines de año se estima que habría, sobre la base de los antecedentes históricos, un crecimiento del orden de 6%, con una expansión mayor en el cuarto trimestre por el efecto de una baja base

de comparación. De esta forma, el déficit fiscal estaría en torno a un 1,5% del PIB. En conjunto, se estima que la política fiscal ejercerá durante 1999 una presión positiva sobre la demanda interna, tanto por el incremento señalado en los gastos como por la fuerte disminución de los impuestos por los efectos de la posición cíclica de la economía.

- El presupuesto aprobado para el próximo año contempla un crecimiento del gasto público con un impacto macroeconómico del orden de 3,3%, al comparar presupuesto con presupuesto. En términos de demanda agregada, la política fiscal durante el 2000 tendría un impacto más bien contractivo, lo que significaría la recuperación de una posición de equilibrio fiscal durante el siguiente bienio.
- En resumen, de los antecedentes de oferta y demanda se observa una confirmación de la trayectoria de recuperación de la actividad económica, pero a un ritmo más lento de lo previsto y en el rango menor de lo que se anticipaba hace cuatro o cinco meses atrás. Para el año 2000 se mantienen las perspectivas de recuperación. Debido a lo anterior, no se observaría una fuente de presión inflacionaria adicional por la vía de una aceleración de la actividad más allá de lo deseado.
- Sobre las presiones provenientes de los salarios y costos laborales, se señala que las remuneraciones nominales continúan en una trayectoria de moderación, aunque con un crecimiento levemente superior a 5%, lo que implica aumentos reales de entre 2,5% y 3%, en circunstancias que el ritmo de incremento de la productividad media de trabajo estaría en una cifra del orden de 1%. En el pasado, los salarios reales crecían a tasas mayores que las actuales (entre 5% y 6%), lo cual era coherente con un crecimiento de la productividad similar. En la actualidad se ha dado vuelta la ecuación y los salarios reales están creciendo más rápido que la productividad, en parte por elementos de inercia que son producto de los reajustes salariales previamente pactados. Las rigideces en el mercado laboral, que dificultan las correcciones a la baja en los salarios reales, constituyen un factor latente de presión sobre la evolución futura de la inflación.
- En relación con la balanza de pagos y la posición financiera internacional, se registra un superávit acumulado de la balanza comercial a noviembre del orden de US\$1.450 millones, con lo cual el déficit de la cuenta corriente estaría en torno a 0,5% del PIB, no existiendo ninguna fuente de presiones en este frente.
- Del análisis de riesgos, se indica que dentro de los factores específicos que van a incidir sobre la evolución futura de la inflación durante los próximos 12 meses, el principal se refiere al comportamiento del precio del petróleo y de sus derivados. Sin embargo, a través de las expectativas de inflación obtenidas del sector privado, que se deducen a partir de las tasas de interés licitadas de los pagarés nominales, más las informaciones obtenidas de los analistas del mercado, es posible concluir que no hay cambios relevantes en la evolución esperada de la inflación en el mediano plazo.
- Como conclusión, el análisis presentado sobre las perspectivas de inflación indica la existencia de potenciales presiones inflacionarias a futuro provenientes precio del petróleo y, en menor medida, del tipo de cambio. No obstante lo anterior, la brecha de capacidad interna existente en la actualidad es ligeramente mayor a la que se había previsto, por lo que este factor va a continuar ejerciendo a través del año 2000 una presión de moderación de los precios
- Una vez terminada la exposición, los miembros del Consejo y demás asistentes a la reunión comentan la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto de los resultados obtenidos durante 1999 y las perspectivas que se presentan en adelante.
- Se comparte la idea presentada en el informe que el próximo año la política económica se va a desenvolver en un escenario relativamente complejo, por la posible existencia de presiones inflacionarias asociadas a ajustes en el mercado cambiario y en el precio del petróleo. No obstante, se considera que estas presiones no deberían requerir de una acción fuerte por parte

del parte del Banco Central para combatirlos, por tratarse de impactos que afectan a la economía por una sola vez

- Sin embargo, se señala que existe el riesgo latente, que las expectativas del sector privado provoquen que estos movimientos, que claramente obedecen a factores de oferta de tipo transitorios, puedan transferirse a efectos más permanentes y multiplicarse por la vía de la indización a otros precios y salarios. Dado este dilema que se presentará muy probablemente durante el próximo año, se indica que será necesario ir evaluando muy de cerca la trayectoria de la inflación y por sobre todo de las expectativas de los agentes del mercado, para lo cual se considera como importante contar con un indicador que permita ir verificando cómo los diferentes agentes perciben en el tiempo el balance de riesgos en materia de inflación.
- En términos de actividad, se manifiesta que la recuperación ha sido tardía, existiendo razones para pensar que este retraso siga estando vigente en los próximos meses, es decir, durante el primer trimestre del año 2000. Ello se fundamentaría, por una parte, en que las condiciones externas que se habían venido recuperando, han llegado a una especie de situación de *plateau*, en particular lo que se refiere a la evolución de los términos de intercambio, los que no han continuado mejorando para nuestro país por el alza del precio del petróleo. Por otra parte, se indica que, en términos de entradas de capitales, hasta el momento no se han registrado mayores cambios respecto de la escasez observada anteriormente.
- En cuanto a las condiciones internas, el "efecto expectativa" que pudiera generar el hecho de haber finalizado la parte recesiva del ciclo, se observa en la actualidad en forma limitada sólo en algunos indicadores de consumo. Se señala, además, que a esta tardía recuperación de la actividad, se agrega una situación inicial bastante deprimida de la demanda agregada, y un déficit de cuenta corriente muy cercano a 0%.
- Lo anterior tiene implicancias claras para las condiciones inflacionarias y de precios durante el año 2000, ya que en una situación de demanda agregada que parte de un nivel bajo y que se está recuperando lentamente, se plantea que se ve como muy difícil que se manifiesten presiones inflacionarias, por ejemplo, por la vía de la ampliación de los márgenes de comercialización, particularmente si la comparación se realiza respecto de 1997 cuando empezó la contracción de márgenes y cuando la economía se encontraba en una situación de demanda agregada extremadamente distinta a la que se encuentra en la actualidad y a la proyectable para el año 2000.
- De esta forma, se considera que, con el ritmo de recuperación que se tiene hoy en día y el nivel de déficit de cuenta corriente, queda en evidencia la brecha existente entre la capacidad productiva de la economía y el nivel de demanda agregada, existiendo por ello el convencimiento de la ausencia de una situación de mayor presión inflacionaria en este frente. Se plantea que existen otras fuentes de presión como lo es la evolución de los precios de los combustibles, aunque se piensa que es muy probable que en el mediano plazo empiecen a moverse hacia un nivel más normalizado, tal como ha ocurrido en el pasado.
- Posteriormente y como contrapunto, se plantea que lo que se está observando en materia de actividad es una recuperación más tardía que lo previsto inicialmente. En efecto, se indica que en un principio se pensaba que la recuperación comenzaría hacia fines del segundo trimestre del año, situación que por distintas razones, entre otras el racionamiento eléctrico y la sequía, que se sumaron precisamente en ese momento, se retrasó hacia fines del tercer y cuarto trimestres. Sin embargo, se señala que la velocidad a la cual se estaría dando la recuperación es la que siempre se había pensado que debería tener. Nunca se pretendió tener una recuperación rápida de la economía que obligara luego a poner frenos nuevamente, si no más bien siempre se pensó en una recuperación a la velocidad actual.
- Adicionalmente, se manifiesta que si los parámetros de recuperación se miden de acuerdo a los cálculos realizados en los países desarrollados, no se trataría de una recuperación lenta, ya que en el tercer trimestre la economía se expandió a un ritmo de 5% anual y si se llegara a crecer

del orden de un 3% durante el cuarto trimestre, se trataría de un ritmo que superaría el 10% como velocidad anual entre trimestres. Sin embargo, se está conciente de que se trata de una recuperación basada en una recuperación de inventarios y en un avance muy modesto en materia de consumo.

- De acuerdo a lo anterior no existirían dudas que la recuperación de la actividad económica se estaría dando a un ritmo satisfactorio, siendo el punto central el hecho que partió más tarde de lo previsto. Por ello, se señala que es altamente probable que durante el primer semestre del próximo año la demanda agregada no va a crecer a un ritmo acelerado, debido a que la inversión estaría partiendo también con un rezago considerable.
- Así, la suma de los elementos que se han señalado, a lo cual se adicionan una política fiscal que en términos netos será contractiva durante el año 2000, flujos de capitales que están relativamente estancados y términos de intercambio que han mejorado pero sólo moderadamente, hace pensar que no existirán mayores dificultades en materia de inflación que pudiera enfrentar la política monetaria, a pesar de las presiones de costos aludidas. Sin embargo, se recuerda que la política monetaria es expansiva.
- Donde ciertamente no se vislumbra mayor riesgo, es en la consecución de un ritmo de crecimiento para el año próximo acorde a lo previsto en el Informe al Senado. Existe el convencimiento al interior del Consejo que la proyección de 5% de crecimiento del PIB para el año 2000, es moderada, dadas las proyecciones existentes en el sector privado y en los organismos internacionales. De esta manera, durante el año 2001 la economía estaría ya en condiciones de expandirse a tasas de crecimiento del orden de 6% o tal vez un poco más.
- En este sentido, para el próximo año se espera que el nivel de concesiones de obras públicas exceda fuertemente lo sucedido en años anteriores, lo cual favorecerá de manera importante a la inversión a través del sector construcción, que ya ha comenzado a mostrar señales de recuperación. Además, estos dos factores van a dar un apoyo importante a la recuperación del gasto interno, uno de los componentes más deprimidos en la actualidad, recuperación que tendrá que surgir necesariamente como un factor de equilibrio entre los distintos sectores de la economía.
- Se considera que un aspecto importante para el manejo de la política monetaria durante el año 2000, será la posición que tendrá la política fiscal, la cual se espera será restrictiva, de acuerdo al compromiso presupuestario adquirido previamente. Por tal motivo, existe el convencimiento al interior de los asistentes a la reunión, de la necesidad de contar durante el próximo año, sea cual sea el gobierno elegido en las próximas elecciones, con un gasto público encuadrado efectivamente a lo que dice el presupuesto ya aprobado.
- Específicamente, respecto del déficit fiscal, se señala que el componente que hace más variable su estimación, se refiere a la proyección de los ingresos tributarios. De hecho, se indica que durante el presente año ha sido el componente que ha tenido el comportamiento más errático, lo que ha dificultado una proyección más precisa del déficit fiscal. En todo caso, se manifiesta que este déficit durante 1999 se situaría en un rango de entre 1% y 1,5% del PIB.
- Respecto del año 2000, se espera tener un producto creciendo alrededor de 5% con un gasto expandiéndose en algo más, en la medida de lo posible. En el plano externo, se tiene una cuenta corriente prácticamente equilibrada durante este año, esperándose un déficit algo mayor el próximo año. Estos elementos se combinan solamente con la existencia de un gasto del sector privado creciendo bastante fuerte, con una trayectoria clara hacia la normalización, luego de haber sido la variable más resentida durante la recesión. Se señala que esta ecuación cuadra sólo con la existencia de una política fiscal contractiva y una política monetaria estimulativa del proceso de reactivación.

A continuación se analizan las siguientes opciones de política monetaria:

- De acuerdo al informe mensual presentado, la situación a la fecha se puede caracterizar por una reactivación en marcha algo más consolidada, aunque algo retrasada aún y sin un aumento visible de la inflación. Al contrario, esta última variable finalizará el año con un mínimo histórico, en una cifra bastante por debajo de 3% anual. No obstante, a medida que se fueron postergando ciertos aumentos de precios en 1999, las perspectivas de inflación para el año próximo se han ido perfilando más desfavorables. En efecto, de un lado, a la recuperación de márgenes que ya se había previsto conforme se reactiva la economía, 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 sobre el IPC del aumento del precio de los combustibles.
- 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 comienzan a aumentar, lo cual podría inclinar la balanza hacia endurecer la actual política monetaria. Se hace presente 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, las perspectivas inflacionarias para un horizonte mayor (12 a 24 meses) aún son favorables, por cuanto el moderado ritmo de recuperación del gasto previsto para el próximo año, mantendría algunas holguras en el grado de utilización de la capacidad instalada en la economía. No obstante, 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, se destaca que 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 probablemente 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, es posible recomendar la *mantención* de la actual tasa de instancia, pero con una perspectiva cada vez más clara de aumento en el corto plazo, sobre la base de las proyecciones de la inflación subyacente o de tendencia.

ACUERDOS

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 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento (UF). Se acordó también que los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantengan inalterados.

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