

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Extraordinaria N° 798E
celebrada el 5 de noviembre de 1999

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Pablo Piñera Echenique
Alfonso Serrano Spoerer

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);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Secretario Ejecutivo Gabinete de la Presidencia);
Marta Prat Huerta (Jefe de Prosecretaría Subrogante).

1. ACUERDO:

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

3. GERENCIA: División de Estudios

4. POLITICA: Se mantiene la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5%.

5. MINUTA:

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

- En el plano de la economía internacional, se indica que la mayoría de los precios de los *commodities* se mantuvieron en los niveles que se venían observando desde septiembre, consolidándose en valores más altos que lo que existía a principios de año. Las principales noticias han ocurrido en el plano de las tasas de interés, pues el día anterior hubo un aumento importante de la tasa de interés de política del Banco Central Europeo de 50 puntos base, pasando de 2,5% a 3%, aumento que también fue realizado en la tasa de referencia del Banco de Inglaterra por 25 puntos base. En los próximos días se realizará la reunión de la Reserva Federal (FED), donde después de lo ocurrido en Europa, se considera que es altamente probable que haya un incremento de tasa de instancia de Estados Unidos de América (EE.UU.), quedando como interrogante por dilucidar la cuantía de este aumento. Todo pareciera indicar que lo más probable es un incremento de 25 puntos base, pero no se puede descartar que sea de 50 puntos base o más.
- Se señala que constantemente se están entregando indicadores de la economía norteamericana que inquietan al mercado respecto de la actitud que tendrá la FED con su tasa de referencia.

Las tasas de interés de mercado en EE.UU. y en Europa también han mostrado una tendencia al alza en el corto plazo. Por su parte, los *spreads* sobre la deuda externa de los países de América Latina se han mantenido bastante estables durante el último mes, con un mejoramiento a nivel de la región como un todo, situación que para el caso de Chile ha sido bastante marginal.

- En el plano interno, se indica que en los mercados financieros locales es donde se han observado mayores noticias en estas últimas semanas. En efecto, durante este período ha habido una tendencia al alza en toda la estructura de tasas de interés, a diferencia de lo que estaba ocurriendo hasta septiembre, cuando estaban subiendo sólo las tasas de interés de mediano y largo plazo. En las últimas semanas ha habido un incremento importante de las tasas de más corto plazo.
- En este contexto de tasas de interés, los agregados monetarios han mantenido en octubre una tendencia de crecimiento positiva, confirmando lo que se observaba en septiembre. Los agregados monetarios más amplios y el crédito también han mostrado incrementos, aunque éstos han sido más tenues que los de los agregados de más corto plazo.
- A pesar de que las condiciones financieras externas han mejorado, los flujos de capitales siguen bastante ausentes en Chile y también en la mayoría de los países de América Latina y economías emergentes. Esto se ha reflejado, entre otras cosas, en el aumento de las tasas de interés locales y en una depreciación importante del tipo de cambio, tanto en el multilateral como en el observado, aunque con más fuerza en este último. Respecto de una posible explicación, se señala que hay una serie de factores que podrían estar explicando este comportamiento al alza, tanto de las tasas de interés como del tipo de cambio.
- Conceptualmente, se señala que se debe distinguir entre factores transitorios y cíclicos (permanentes) que pueden tener influencia sobre el comportamiento de las variables financieras en la actualidad. Dentro de los factores transitorios estaría el cambio de milenio y sus efectos sobre la liquidez interna y externa y potencialmente también algún grado de incertidumbre frente a la elección presidencial. Los efectos cíclicos se refieren más bien a la evolución de las tasas de interés externas, la evolución del ciclo en Chile, la expectativa de un aumento de la inflación hacia el próximo año y la evolución también de la demanda externa y de los términos de intercambio. Lo que complica la situación actual, es que ambos factores tienden a tener un impacto positivo sobre las tasas de interés, aunque los efectos debieran ser más bien contrapuestos en el caso del tipo de cambio. Se señala, además, que para el caso particular del cambio de milenio, el impacto más nítido se debiera reflejar en la punta de más corto plazo de la estructura de tasas de interés.
- En cambio, los efectos de orden más bien cíclico, como el aumento de las tasas de interés externas, la perspectiva de que se está entrando en una nueva fase dentro del ciclo económico y, en general, las buenas perspectivas que se auguran para la economía chilena durante el próximo año, apuntan en la dirección de desplazar toda la estructura de tasas de interés hacia arriba, es decir, no sólo las de corto plazo sino que también las de mediano y largo plazo. A lo anterior, se adicionaría la expectativa de una mayor inflación asociada a la fase del ciclo más expansiva y a una perspectiva de un tipo de cambio más depreciado.
- Concretamente, respecto de la situación actual, se considera que el incremento de las tasas de interés de corto plazo y la depreciación del peso están dominados por los factores transitorios, por lo que corresponde enfrentar esos factores con medidas también de orden transitorias, como por ejemplo proveer liquidez extraordinaria para enfrentar la astringencia de liquidez interna en este período debido al cambio de milenio, sin intervenir en el mercado cambiario sobre la base de que el tipo de cambio estaría sobredepreciado en la actualidad por un fenómeno que es también considerado como transitorio.
- Así, se espera que en la medida en que el efecto transitorio vaya desapareciendo, se esperaría que la presión sobre el tipo de cambio decline, puesto que se van a ir manifestando más

claramente las perspectivas de un crecimiento mayor de la economía, posiblemente habrá un reinicio del flujo de capitales hacia las economías emergentes en general y hacia Chile en particular, junto con un precio del cobre también más favorable, todo lo cual debiera llevar a una apreciación real de la moneda chilena a partir de algún momento de los inicios del próximo año.

- De esta forma, en las condiciones actuales de los mercados financieros, considerando en forma conjunta el impacto de los movimientos al alza del tipo de cambio y de las tasas de interés, es posible concluir que las condiciones monetarias indicarían una situación de la política monetaria más expansiva que la del mes anterior, pues, aunque las tasas de interés de mercado han estado al alza, parte importante del efecto de la política monetaria se estaría transmitiendo a través del tipo de cambio.
- Por su parte, en materia de actividad de gasto y empleo, existe evidencia más clara de que se está en presencia de un quiebre en la tendencia de la actividad económica, y en septiembre se va a obtener por primera vez en muchos meses una tasa de variación del Imacec positiva, en torno a 1% en doce meses. Se espera que este valor se vuelva a repetir, o ser incluso algo mayor en el mes de octubre. Lo anterior se fundamenta en la existencia de una serie de indicadores que van en la dirección de recuperación, tales como las ventas inmobiliarias, las ventas de consumo durable, la producción de bienes industriales desestacionalizadas, el dinero, el crédito y los permisos de edificación. Se indica que las importaciones son una de las variables que se ha ido quedando un poco más rezagadas en cuanto a que, si bien muestran un crecimiento positivo en el margen, los niveles se encuentran aún por debajo de lo se había previsto para esta época del año.
- Con respecto a la balanza de pagos, se informa que los datos preliminares de octubre indican un superávit de 64 millones de dólares, con un nivel de importaciones muy similar al de septiembre, 1.254 millones de dólares, con lo que habría un superávit tanto en la cuenta corriente como en la balanza comercial.
- En materia de precios y salarios, la información entregada recientemente por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) señala una inflación anualizada del 2,5% al mes de octubre para el caso del Índice de Precios al Consumidor (IPC) total y una cifra muy similar en el IPC subyacente (2,6%). Estas cifras están por debajo de la proyección que había para el año en su conjunto y revelarían la inexistencia por el momento de presiones alcistas sobre el IPC, a pesar de la depreciación que se ha observado en el tipo de cambio y en el aumento del Índice de Precios al por Mayor (IPM) durante los últimos meses.
- En términos de las repercusiones potenciales del aumento del IPM sobre el IPC, se ha estado analizando la relación entre ambas cifras y es muy difícil encontrar una relación clara entre sus movimientos. Se indica que lo que se está observando en la actualidad es un ajuste en la economía del tipo de cambio real. El cociente entre el IPM y el IPC es un indicador indirecto del tipo de cambio real, pues el IPM se asemeja más a un indicador de precios transables y el IPC se acerca más a uno de precios de no transables. Por tal motivo, se manifiesta que la ausencia de una correlación clara entre los dos índices no es extraña pues el tipo de cambio real es una variable que se mueve por las condiciones generales de la macroeconomía.
- Respecto de las remuneraciones nominales, se señala que han venido cayendo en el tiempo en términos de tasa de variación anual, existiendo al mes de octubre una variación de 5,6%, dos puntos y medio por debajo de la tendencia que había en la misma época del año 1998. Sin embargo, esta disminución se considera como más lenta que la disminución registrada en los precios generales de la economía, existiendo una cierta inflexibilidad de los salarios reales a caer en conformidad con el ciclo económico.
- Como conclusión y reiterando lo señalado, se indica que las noticias más relevantes no están, a diferencia de los meses anteriores, por el inicio de la recuperación de la actividad económica, sino más bien por los fenómenos que están ocurriendo en los mercados financieros locales,

tasas de interés y tipo de cambio en particular. Esto se vincula con lo que está ocurriendo con el resto del mundo, por lo que se abre una serie de interrogantes respecto de la sincronía que deben tener las políticas internas frente a las políticas de los países de la OECD. Se concluye que en la actualidad existe una política monetaria claramente expansiva que es coherente con la intención de facilitar la regularización de la actividad económica. Sin embargo, en el resto del mundo los bancos centrales se están moviendo en una dirección opuesta, es decir hacia políticas monetarias más bien contractivas, lo que genera las consecuentes presiones sobre las tasas de interés de la economía doméstica.

- Una vez terminada la exposición, los miembros del Consejo y demás asistentes a la reunión se muestran de acuerdo con la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto de los resultados obtenidos en lo que va corrido de 1999 y las perspectivas que se presentan en adelante.
- El informe recién expuesto es complementado con algunas noticias sobre el mercado externo aparecidas recientemente. En efecto, se hace referencia a información del mercado laboral de los EE.UU., el que muestra una reducción marginal en la tasa de desempleo, en un contexto en que la creación de empleo ha sido extraordinariamente baja. Se informa en todo caso que la recepción del mercado de esta noticia fue positiva, pues hubo una respuesta a la baja de las tasas de interés de largo plazo. Se indica, además, que la Bolsa estadounidense sigue subiendo y el Índice Dow Jones se acerca a los 11.000 puntos.
- De esta forma se concluye, a la luz de los indicadores recientemente aparecidos de la economía norteamericana, que se mantienen las señales confusas respecto del comportamiento que seguirá la tasa rectora. Por un lado, se señala que estos indicadores dirían que la FED no va a tener la necesidad de subir la tasa en la próxima reunión. Sin embargo, con este comportamiento, se argumenta, se estarían aumentando las probabilidades que la economía se sobrecaliente. En el balance, se comparte lo expuesto por la División de Estudios en el sentido de que lo más probable es que la FED tenga que aumentar la tasa de interés de política monetaria, a pesar de las noticias relativamente favorables recientemente aparecidas en el mercado laboral.
- Por otra parte, en el mercado interno se considera que el ritmo de recuperación de la actividad y del gasto continúa muy pausado, pues el nivel de las importaciones de octubre es similar al de septiembre, pero a diferencia de septiembre, octubre es un mes de importaciones estacionalmente elevadas ya que se comienzan a acumular los inventarios para las ventas de navidad y del verano. El nivel actual es aproximadamente 10% inferior que el nivel de las importaciones de octubre del año pasado, las que tampoco fueron particularmente elevadas.
- Por lo anterior, se concluye que la economía se mueve en la dirección correcta aunque todo parece indicar que el movimiento es a una velocidad moderada. Esto último es considerado no del todo inconveniente, pues se evitarían desajustes posteriores asociados a una aceleración de la economía más allá de lo deseado. De cualquier manera, esta trayectoria más moderada de la actividad económica es igualmente vista como positiva, toda vez que los movimientos del PIB se ubicarían dentro de lo proyectado, esto es, alrededor de 5% de crecimiento para el año 2000.
- Sin embargo, se perciben en el campo financiero algunas dificultades relativamente complejas, al estar las tasas de interés internas al alza con presiones adicionales en el campo cambiario. De esta forma, se considera que la economía se encuentra en una circunstancia tal que si se trata de intervenir muy fuertemente en las tasas de interés de mediano y largo plazo para evitar alzas importantes, se tendría necesariamente como contraparte presiones cambiarias más allá de lo deseado.
- A su vez, se indica que las cifras de importaciones de octubre probablemente tienen un componente de precio relativo y no solamente un componente de gasto global, de modo que es muy probable que el tipo de cambio esté influyendo en que las importaciones sean más bajas

de lo esperado. Si esta fuera la situación, el gasto interno, por el lado de las importaciones, no estaría jugando un papel activo en la reactivación, teniendo el peso del rol expansivo el sector externo por la vía de las exportaciones. Si esta situación fuera permanente, se debería esperar un traspaso eventual a precios de alguna parte del incremento del tipo de cambio nominal que se ha tenido durante el año en curso. Si, por el contrario, la situación cambiaria fuera transitoria, se perdería el efecto actual sobre la demanda agregada por el lado de las exportaciones.

- Adicionalmente a esto, se argumenta que el papel del Fisco el año próximo muy probablemente no va a ser de estímulo a la demanda. Aunque aún no se cuenta con la cifra oficial del presupuesto, todo pareciera indicar por lo señalado por las autoridades que el presupuesto fiscal estaría jugando un rol más bien restrictivo. De esta manera, existe el convencimiento al interior de los participantes a la reunión que el crecimiento de la economía el próximo año va a depender muy fuertemente de lo que ocurra con las variables monetarias y financieras.
- En todo caso, existe la convicción que la situación cambiaria actual es transitoria, por lo que hay que estar atentos a los eventos que están ocurriendo en los mercados internos y en el exterior, principalmente en lo que dice relación con la evolución de las tasas de interés en EE.UU., pues en este frente pueden estar presente elementos que tiendan a agravar la situación actual de arbitraje en las tasas de interés, lo cual llevaría a impulsos cambiarios adicionales.
- Además, al igual que lo expuesto en el informe, se considera que el fenómeno del año 2000 está influyendo en los mercados financieros a través de una mayor demanda por liquidez y por cobertura cambiaria. Se considera que este factor podría convertirse en un elemento adicional que trabe el efecto de estímulo en la economía durante un período más prolongado de tiempo.
- En relación con este tema, existe la inquietud al interior de los miembros del Consejo respecto de lo que se está observando en el mercado financiero en el sentido si representa un fenómeno transitorio o si tiene elementos que sean de carácter más permanente, lo cual implicaría evaluar si la actual tasa de instancia monetaria es la adecuada o no. Sin embargo, existe el convencimiento, además, que gran parte de la escasa entrada de dólares al país es también un reflejo del efecto del año 2000, por lo que se espera que, pasada esa fecha, va a existir mayor liquidez de tal modo que el alza actual del dólar se revierta en poco tiempo más.
- En este contexto, si se tuviera que resumir de alguna manera las acciones de política, corresponde enfrentar estas dificultades de corto plazo con mecanismos de corto plazo como los que han sido planteados en términos de proveer de liquidez extraordinaria. En cuanto a la tasa de instancia, habría que evaluar los cursos de acción según los siguientes criterios: (1) cuán presionante puede ser sobre las tasas locales lo que ocurra con las tasas externas en los próximos días y semanas, particularmente después de la decisión de la FED y (2) la sincronía que se trate de encontrar entre el movimiento de la tasa de interés interna y lo que el mercado espera en relación con las perspectivas de crecimiento de la economía y de la inflación para el próximo año.
- Uno de los asistentes a la reunión considera que es importante destacar que, desde el punto de vista de los elementos fundamentales de la macroeconomía, se está en una situación caracterizada por holguras respecto de todos los objetivos relevantes para el Banco: la inflación de tendencia está en 2,6%, muy por debajo de lo proyectado para este año y el déficit de cuenta corriente corregido por términos de intercambio anormalmente desfavorables, debería estar bajo el 1% del PIB en 1999. La economía se encuentra en una situación macro que tiene holguras, aunque con una demanda agregada aún débil.
- Las complicaciones financieras que se están enfrentando, si en algo están afectando, es tal vez incrementando estas holguras o disminuyendo el ritmo al cual esas holguras se cierran. El alza de las tasas de interés por el fenómeno del año 2000, por efecto de las alzas de las tasas de interés externas, por efecto de los temores inflacionarios que se generan en el mercado cuando sube el tipo de cambio, tienden a ampliar esas holguras o a frenar el ritmo al cual la economía

se recupera.

- Se acota, además, que actualmente se vive una situación financiera complicada, para lo cual se requiere de una acción similar para contrarrestarla. En ningún caso se justifica un tipo de acción de política monetaria con efecto macroeconómico o de demanda agregada, ya que no corresponde para la situación actual ni para las proyecciones que existen para el próximo año. Existe el convencimiento al interior de los asistentes a la reunión que no debiera existir una preocupación importante por el nivel que alcanza el tipo de cambio con respecto al cumplimiento de la meta de inflación por lo fría que está la economía y por lo importante que son las holguras que hoy día se tienen.
- Concretamente, se plantea que existen diferentes opciones para proveer liquidez al mercado con el fin de evitar que las tasas de interés de mediano plazo, que están anormalmente altas, sigan aumentando, opciones que son de fácil implementación. Ellas van desde la disminución de los cupos de las licitaciones hasta la emisión de pagarés de más corto plazo con vencimientos al interior del mes de diciembre, para satisfacer esa potencial mayor demanda por liquidez de ese mes. Se indica que los instrumentos para otorgar liquidez existen y son muy fáciles de implementar, por lo que hay que darle la seguridad a los bancos en el mes de diciembre que el Banco Central va a proveer toda la liquidez que sea necesaria, de tal forma de despejar la incertidumbre existente en la actualidad en los mercados. Concretamente, se plantea la posibilidad de traspasar parte importante de las licitaciones a documentos a 30 días en lugar de hacerlo a 90 días, de manera de concentrar la mayor cantidad posible de vencimientos en el mes de diciembre.

ACUERDOS

- A la luz de los antecedentes disponibles y lo que éstos permiten proyectar para el futuro a corto y mediano plazo, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5%. Además se entrega el siguiente comunicado de prensa:

" El Consejo el Banco Central de Chile realizó, en el día de hoy, su reunión mensual de política monetaria, en la que se llevó a cabo un detallado análisis de la evolución de la coyuntura en las últimas semanas y de las perspectivas para el próximo año. Especial énfasis se puso en el examen del comportamiento reciente de los mercados financieros, tanto en moneda local como extranjera, y su vinculación con los mercados internacionales y el fenómeno del año 2000.

A la luz de los antecedentes disponibles y lo que éstos permiten proyectar para el futuro a corto y mediano plazo, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

La evolución favorable de la inflación y las cuentas externas, en conjunto con una significativa capacidad de producción disponible a nivel agregado, permiten proyectar un comportamiento de la inflación en línea con las metas del Banco Central y coherente con la mantención de la actual instancia expansiva de la política monetaria. No obstante, el Banco Central se mantendrá atento a los eventos internos y externos que pudieran alterar estas proyecciones.

Asimismo, ante la eventual mayor incertidumbre que pudiera afectar a los mercados financieros en las semanas cercanas al inicio del año 2000, el Consejo se hace un deber reiterar que el Banco Central seguirá proveyendo toda la liquidez necesaria para el normal y adecuado funcionamiento de los mercados monetarios y financieros.

Para ayudar a este propósito, se ha contemplado la readecuación de los cupos de títulos del Banco Central hacia una emisión mayoritaria de PDBC a 30 días durante el periodo de encaje que se inicia el 9 de noviembre. Se mantendrá además la política de coordinación estrecha y permanente con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, así como con las propias entidades bancarias, en orden a garantizar la disponibilidad de liquidez y efectivo sin interrupciones".

JORGE MARSHALL RIVERA CARLOS MASSAD ABUD
Vicepresidente Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejero Consejera

ALFONSO SERRANO SPOERER MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Consejero Ministro de Fe

Se deja constancia que el Consejero señor Alfonso Serrano Spoerer cesó en sus funciones el día 6 de diciembre de 1999, por haber expirado en esa fecha el plazo de su designación.