

## MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Extraordinaria de Consejo N° 774E  
Celebrada el 10 de agosto de 1999

### ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud  
Jorge Marshall Rivera  
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);  
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 Eduardo Aninat Ureta (Ministro de Hacienda)

1. ACUERDO:

2. MATERIA: Informe mensual de política monetaria correspondiente a agosto de 1999.

3. GERENCIA: División de Estudios.

4. POLITICA: Se mantiene la instancia monetaria centrada en 5% sobre la variación de la U.F.

5. MINUTA:

- Se hace una descripción de los principales acontecimientos de la economía internacional, donde se mantiene la perspectiva de un escenario de recuperación para el próximo año, con un precio del cobre al alza en las últimas semanas, aunque con un riesgo latente de un incremento de la tasa rectora de la economía estadounidense fijada por la Reserva Federal (FED). La expectativa generalizada es que esta tasa se incremente hasta niveles previos a la crisis de Rusia, esto es alrededor de 5,5%, estando el valor final sujeto a lo que suceda con las verdaderas presiones inflacionarias y salariales, y la velocidad de incremento de la productividad. Ante este ambiente

de incertidumbre en la economía de los EE.UU., las tasas de interés de largo plazo, tanto en la economía norteamericana como en Europa, han evolucionado al alza, ante la expectativa de un alza mayor en la tasa de interés del FED. Se indicó que los movimientos de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas, han significado un deterioro marginal en los premios por riesgo exigidos a las economías emergentes, en particular en Argentina y otros países de América Latina, al igual que una depreciación de las monedas de la región.

- En términos de precios de las materias primas, se ha observado algún grado de recuperación a lo largo del mes de julio, como es el caso del precio del cobre, de la harina de pescado y de la celulosa, siendo estos incrementos más acentuados en el caso del petróleo.
- Se concluye esta parte de la exposición diciendo que no se observan grandes cambios en el escenario externo, salvo el riesgo asociado al aumento de las tasas de interés en los EE.UU., aunque un incremento de hasta 50 puntos base ya se encuentra internalizado como probable.
- Respecto del mercado financiero local, las tasas de mercado de corto plazo (captación reajustable) se han alineado con la de instancia monetaria (5%), quedando como piso de la curva de retorno hasta llegar a niveles en torno a 6,5% para las de largo plazo a 8 años. El incremento de las tasas de interés de largo plazo se ha debido principalmente a factores asociados al arbitraje internacional y a la expectativa de una recuperación económica junto a una normalización de las tasas en niveles superiores. Asimismo, se argumenta que los aspectos relacionados con la normativa financiera y el calce de plazos, tienen un ámbito de acción bastante limitado en términos de su impacto sobre las tasas de interés de largo plazo.
- En concordancia con la trayectoria de las tasas de interés de corto plazo, los agregados monetarios han continuado con la tendencia a la recuperación de los meses previos, con variaciones anuales positivas. No obstante lo anterior, los agregados monetarios más amplios indicaron un retroceso durante el mes de julio, en tanto que los créditos en términos generales se mantienen estancados, validándose la hipótesis de un arbitraje con salida de capitales hacia el exterior.
- En este entorno financiero, se indicó que durante el último mes se ha observado una depreciación del tipo de cambio nominal, la cual ha sido menor en términos relativos que la del tipo de cambio multilateral, producto de la fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales.
- Tomando en forma agregada estos movimientos, las condiciones monetarias que presenta la economía estarían indicando una posición más expansiva a pesar del incremento de las tasas largas, debido a la depreciación cambiaria.
- De acuerdo a los antecedentes disponibles, se señala que en el segundo trimestre la economía registrará una contracción de entre 3% y 3,5%, superior a la del primer trimestre, presentando las mayores contracciones los sectores no relacionados con las políticas de demanda impulsadas por el Banco Central. A su vez, se espera que la demanda externa desarrolle un comportamiento muy positivo durante el trimestre por la recuperación de las exportaciones, principalmente mineras, mientras que la demanda interna continuaría con una importante contracción del orden de 13%.
- En la exposición se reconoce que las señales de reactivación no son del todo claras. Por una parte, la información de agregados monetarios muestra una tendencia positiva; también se observa una recuperación de las importaciones no petróleo, aunque estas últimas a una velocidad mucho más lenta que lo que se había anticipado y las ventas de bienes inmuebles se mueven sobre una trayectoria de recuperación. Por otra parte, hay señales de estancamiento o mayores caídas en las cifras de ventas del comercio (principalmente por los bienes durables), de automóviles nuevos y en el crédito externo.

- De este modo, el Imacec presentaría en términos de promedios móviles trimestrales, una caída algo menor en junio, y una caída más sustancial en julio, debido a la fuerte baja de las importaciones de alrededor 35% en doce meses, la que sería sólo parcialmente compensada por mejoras en los sectores minería, electricidad, gas y agua e industria.
- De acuerdo a lo indicado anteriormente, el fuerte incremento de la tasa de desempleo durante las últimas observaciones se ha debido a que la caída de la ocupación ha sido contemporánea con un comportamiento de la fuerza de trabajo muy diferente a lo que fue durante otros ciclos recesivos. Es así como en la actualidad se observa una alta expansión de las personas que buscan trabajo, en circunstancias que durante otros ciclos esta variable se movía en igual dirección que la caída del empleo. Esto ha llevado a una tasa de desempleo cercana a 11%.
- De acuerdo a los antecedentes de importaciones ya mencionados, las cifras de déficit de balanza comercial del segundo trimestre estarían por debajo de lo previamente estimado (de hecho se observa un importante superávit), al igual que se corrige a la baja el déficit comercial para el total del año, aunque con mejoras en el precio del cobre.
- Las variaciones mensuales de precios se han movido en torno a 0,1%, inferior a lo que sería coherente con la meta anual de 4,3%, esperándose de aquí a fin de año una inflación en un rango cercano al 3%. Respecto de las remuneraciones, la reducción ha sido más lenta en comparación con los demás precios de la economía, por lo que los salarios reales aún se mueven con un crecimiento sobre el 2%, en circunstancias que las mediciones de productividad son negativas. La rigidez de los salarios reales probablemente ha sido determinante en la ampliación del ciclo sobre el empleo. El único sector que ha mostrado mayor flexibilidad en materia de remuneraciones ha sido la construcción, el que es por naturaleza más flexible en términos laborales.
- 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 alcanzados durante los primeros siete meses de 1999 y las perspectivas que se presentan en adelante, concordando en que los indicadores no muestran aún una clara señal de recuperación. Ante esta evidencia, se plantea la inquietud respecto de los resultados que están entregando los modelos sobre la evolución del PIB, del gasto y de la inflación para lo que resta de 1999 y para el 2000.
- Se indica que hay una disminución marginal en la estimación de producto (bajo el 0,5%) para este año, y para el 2000 no se verifican cambios respecto de lo previsto previamente. En materia de inflación, los antecedentes disponibles indican una desaceleración más rápida de la prevista, por lo que es probable que este año se termine en un valor cercano a 3%. Para el próximo año, dependerá de las expectativas, de la velocidad de recuperación de la economía, de la posible recuperación de los márgenes de comercialización, de la evolución de la inflación externa y de los precios de las materias primas internacionales. La suma esperada de estos elementos permite pensar en un resultado inflacionario para el próximo año similar al de 1999.
- Respecto de la incertidumbre asociada a la evolución futura de la economía norteamericana y los posibles impactos que pudieran darse en la economía chilena, se plantea que existen holguras, tanto en la balanza comercial como en la cuenta corriente para este y el próximo año, que son lo suficientemente importantes y predominan ampliamente sobre el riesgo de un alza más allá de lo anticipado en la tasa de interés rectora del FED.
- Posteriormente, se hace referencia a la posible incidencia del arbitraje externo en las tasas de interés nacionales de largo plazo (PRC), ya que desde hace bastante tiempo se ha estado hablando de un aumento de las tasas del FED hacia fines de agosto. Dentro de este mismo tema, se consulta además sobre el rol de las licitaciones de los pagarés y el alza de las tasas largas, a pocos días del cumplimiento del plazo de la implementación de las normas de calce. Se plantea estudiar la posibilidad de administrar los montos licitados sin cambiar la frecuencia de las ventas.

- Ante estas interrogantes, se informa que desde hace varios meses lo que se está licitando es bastante inferior a lo que tradicionalmente se hacía y es menor a lo que vence mensualmente, por lo que se está disminuyendo el stock de deuda de largo plazo y el promedio de la duración de la deuda total, recalándose que el efecto de las licitaciones sobre el nivel actual de las tasas de interés de largo plazo debiera ser muy marginal.
- Se manifiesta además que administrar los montos equivale a una decisión mayor ya que implicaría la acción del Banco Central en todos los plazos de la curva de rendimiento, lo cual crea una complejidad pues la capacidad de arbitraje del mercado es superior a la capacidad del Banco para manejar los distintos plazos. Por ello la opción de la institución es mantener montos de licitación prudentes, constantes y preanunciados, y dejar que el mercado ajuste el precio. Se argumenta que las tasas de interés de mayores plazos están subiendo en todo el mundo, lo que unido a la recomposición de cartera de las AFP, presionan el mercado local de papeles. Éste podría considerarse como un problema estructural que se tendería a corregir en el tiempo.
- Dentro de este tema, se debería evaluar si la trayectoria de las tasas de interés de corto plazo que está implícita en las largas, es consistente o no con una recuperación de la actividad al ritmo deseado. Si se está de acuerdo con los resultados de los modelos de proyección, la respuesta es que el mercado ha ajustado las tasas de interés de largo plazo en función como espera se comporte la economía y lo que hay que hacer es esperar.
- No obstante este análisis, pareciera ser que lo que efectivamente se está dando con las tasas de interés de largo plazo es la acción del arbitraje interno-externo, el que se ha concentrado demasiado sobre las tasas de interés y muy poco sobre el tipo de cambio. Por ello, habría que analizar cuáles son los factores de fondo que estarían limitando los efectos sobre el tipo de cambio, para que permitan rebajar las presiones sobre las tasas de interés.
- Se discutió además la posibilidad de aumentar la liquidez de los documentos de largo plazo por la vía de la disminución de las restricciones de permanencia en el país. Una posibilidad se señaló, podría darse a través de ampliar a los papeles de largo plazo, la excepción que existe para los ADR en términos de permanencia.
- Se estima que podrían darse señales de mayor flexibilidad por parte del Banco Central respecto de su postura con el tipo de cambio, ya que al existir la banda de flotación, se acotan los movimientos cambiarios, acentuándose los impactos sobre las tasas de interés. Por ello, dadas los inciertos indicios de recuperación de la actividad económica y los incrementos de las tasas de interés de largo plazo, la flexibilidad cambiaria es un tema que se deberá revisar prontamente.
- En materia de salarios, se considera que sería interesante testear si la flexibilidad actual es normal o se está en presencia de algún grado de mayor inflexibilidad respecto de ciclos anteriores, al realizarse la comparación entre los salarios de la construcción y los demás sectores.
- Se comenta que en cuanto a salarios, a diferencia de otros ciclos, en el actual la desaceleración de salarios nominales ha sido más lenta a nivel general. En el caso de los salarios reales, los datos son menos claros ya que durante la década de los '90 se ha visto permanentemente un crecimiento real en el tiempo, sin períodos de ajustes o disminuciones. Además, tampoco se vieron durante los años pasados los efectos sobre el empleo como los registrados en el ciclo actual, siendo las comparaciones no del todo simples.
- Respecto de este tema, se plantea que un factor que pudiera en estos momentos estar jugando en contra, es que cada vez se hace más generalizado que los salarios se reajusten por la inflación proyectada. Así, al estar la inflación efectiva por debajo de la proyectada, lo que se observa a la larga es una expansión de los salarios reales de la economía, destacándose la importancia del hecho que la meta de inflación sea coherente con las proyecciones de inflación.

- Finalmente se realiza una presentación de las opciones y recomendaciones de política que se desprenden del informe anteriormente presentado:
  
- De acuerdo a la información expuesta, se estarían confirmado las tendencias observadas un mes atrás, en materia de inflación y actividad económica. El escenario internacional no ha variado en forma significativa, aunque ha aumentado levemente la percepción de un aumento de tasas en Estados Unidos de América, superior al que actualmente ha internalizado el mercado (sobre 50 puntos base en lo que resta del año). Por su parte, las condiciones monetarias internas aparecen en la actualidad más expansivas que hace unas semanas, haciendo que la opción de relajar la política monetaria no parezca ni necesaria ni prudente. Al igual que el mes pasado, las opciones de política más relevantes son mantener o endurecer la política monetaria. No obstante, esta última opción aparece como prematura en consideración a la aún tenue recuperación de la actividad económica, lo cual tiende a consolidar las holguras previstas para el año próximo. Por estas razones, se recomienda mantener las tasas de interés en los niveles actuales, esto es centrada en un 5% sobre la variación de la Unidad de Fomento (UF).
  
- Es importante destacar que una política monetaria más estricta que lo previsto en Estados Unidos de América, situación que no parece descartable del todo, podría en un futuro próximo inducir a una depreciación del peso, facilitando el acercamiento del tipo de cambio nominal al techo de la banda. Por este motivo, sería recomendable analizar en un futuro cercano la conveniencia de eliminar o ampliar la banda de flotación del tipo de cambio, conjuntamente con la implementación de una política explícita de intervención (o no intervención) del mercado cambiario por parte del Banco Central.
  
- En base con los argumentos anteriormente presentados, se resuelve mantener inalterada la actual tasa de instancia monetaria.

JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD  
Presidente

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero

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.