

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Extraordinaria de Consejo N° 769E
Celebrada el 15 de julio 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 Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Guillermo Le Fort Varela (Gerente de División Internacional);
Felipe Morandé Lavín (Gerente de División de Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de Programación Macroeconómica);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Gonzalo Sanhueza Dueñas (Secretario Ejecutivo Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

1. ACUERDO :

2. MATERIA : Instancia monetaria trimestral.

3. GERENCIA : División de Estudios

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

5. MINUTA :

La sesión se inicia con la exposición del informe de la Gerencia de División Estudios sobre la evolución de la economía durante el primer semestre y las perspectivas para el total del año 1999 y el 2000. Los principales aspectos de dicho informe se presentan en el punto I. Posteriormente, los Consejeros y los

demás asistentes a la reunión analizan los antecedentes presentados, para luego estudiar las consecuencias de éstos sobre las decisiones de política del Banco Central, las que se mencionan en el punto II. Finalmente, el Consejo formula sus conclusiones mediante el acuerdo que se indica en el punto III.

I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS

- Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial no presentan mayores variaciones en relación con las conocidas en marzo pasado, indicando un leve crecimiento anual para 1999 --debido a un mayor optimismo respecto de la economía norteamericana-- y una recuperación moderada para el año 2000. Para el próximo año, se espera que exista una compensación a nivel global entre la desaceleración de los EE.UU. y las recuperaciones de los crecimientos, aunque leves, de Japón y Europa. En lo principal, el repunte esperado vendrá por el lado de la recuperación del crecimiento de las economías emergentes, una menor recesión en América Latina y el repunte de las economías asiáticas. En términos de inflación, tampoco se han registrado mayores cambios respecto de las anteriores proyecciones, con variaciones de los precios de las principales regiones de mundo acotadas. Sin embargo, se espera que la inflación medida en dólares aumente durante el año 2000.
- En materia de tasas de interés, se ha observado una tendencia generalizada al alza, la que para el caso de la economía norteamericana se asocia a una perspectiva de crecimiento más optimista y al riesgo de un repunte inflacionario.
- Los precios de las materias primas en términos generales se han mantenido relativamente estables durante los últimos tres meses, siendo la excepción el precio del petróleo. Respecto del precio del cobre, se observa en las últimas semanas una tendencia incipiente de recuperación. Similar estabilidad se registró en el precio de los activos en los EE.UU. y en América Latina, manteniendo niveles equivalentes a los de los días previos de la crisis rusa. Asimismo, se mantiene la estabilidad de los mercados financieros de los países emergentes, con los premios sobre la deuda soberana y de empresas sin presentar mayores cambios, con la excepción de Argentina durante las últimas semanas.
- Respecto de las condiciones de los mercados monetario y cambiario locales, durante el segundo trimestre se continuó con una política monetaria más expansiva, con tasas de interés de corto plazo a la baja, trayectoria que ha sido más tenue para el caso de las de largo plazo, lo que ha redundado en que la curva de retorno ha comenzado a presentar una pendiente positiva. Como contrapartida, durante este período se registraron aumentos en los agregados monetarios, en tanto que el crédito se ha mantenido constante. Paralelamente, los diferenciales de intereses internos-externos han disminuido, así como también los diferenciales de los retornos entre la Unidad de Fomento (UF) y el dólar. Esto ha redundado en una depreciación del peso respecto del dólar, tanto en términos nominales como reales.
- Durante el primer trimestre de 1999, la política fiscal adoptó una instancia expansiva, con un incremento de la absorción pública de 7,2%. Este aumento se realiza en un contexto de una fuerte caída de los ingresos fiscales (-7%), la que se explica por la importante disminución de los ítems relacionados con las importaciones y el consumo.
- En términos de actividad y empleo, se espera que la actividad presente en el segundo trimestre una caída mayor a la prevista inicialmente. No obstante, algunos indicadores parciales al mes de mayo estarían presentando una tendencia de recuperación, tal como lo indicarían las ventas del comercio, la producción industrial y las ventas de departamentos. Las estimaciones de crecimiento del PIB para el año 1999 estarían en torno a 0,5% y para el año 2000 las proyecciones se ubican en una cifra cercana a 5,5%.
- En materia de empleo, los últimos antecedentes indican caídas más allá de lo esperado, debido a la fuerte contracción de las contrataciones en los sectores industria y construcción, este último altamente intensivo en mano de obra. A lo anterior se adiciona el inusual incremento de la fuerza de trabajo durante los últimos meses, la que ha reaccionado en sentido opuesto respecto de otros ciclos económicos recesivos, cuando mostró igual comportamiento que la ocupación. La fuerte caída de la ocupación y la expansión de la fuerza de trabajo han significado incrementos importantes en la tasa de desempleo. Si bien la actual recesión ha sido más profunda y larga de lo previsto, es posible anticipar sobre la base de los indicadores líderes que esta situación debiera superarse con claridad durante el próximo año.
- El sector externo también ha acusado los efectos del ajuste más allá de lo previsto, con

exportaciones creciendo lentamente e importaciones fuertemente deprimidas, ubicándose en niveles similares a los del año 1995. Las proyecciones para el déficit de la cuenta corriente también se modifican a la baja para 1999, proyección que contempla una recuperación de las importaciones a partir de la segunda parte del año. Para el año 2000 se espera que este déficit se incremente moderadamente, manteniéndose dentro de rangos financiables. Esta proyección se basa en un nivel normalizado de importaciones y un incremento razonable de las exportaciones, fundamentalmente de las de cobre, con un mejoramiento del precio de este metal en los meses venideros.

- En materia de precios, finalizado el primer semestre del año, se observó una disminución en todas las mediciones de inflación de precios y salarios, como consecuencia en parte importante de la posición actual del ciclo económico y los efectos que se han generado sobre la demanda agregada y el empleo. El ajuste de precios ha sido más marcado en los componentes domésticos, especialmente los salarios nominales que se ubican en la actualidad en niveles de variación anual del orden de 6%, luego de haber estado persistentemente alrededor del 8% durante gran parte de 1998, año en el que no se observaron ajustes de las remuneraciones a pesar que la inflación experimentaba una trayectoria descendente. Este factor pudo haber incidido en un ajuste mayor sobre el empleo y el producto, al hacer la comparación con ciclos anteriores. Por el lado de los transables, se ha observado una moderación en las caídas, debido principalmente al importante incremento en los precios de los combustibles, los que han sido moderados a través de la operación del Fondo de Estabilización del Petróleo. En relación con el precio de los perecibles, se ha observado un comportamiento más moderado respecto de años anteriores.
- En conclusión, se observa una trayectoria de precios declinante durante este año, con un riesgo de incremento acotado para el año 2000, el cual dependerá del comportamiento del tipo de cambio y el aumento eventual de la inflación externa en los meses venideros.

II. ANÁLISIS Y CONSECUENCIAS DE LOS ANTECEDENTES PRESENTADOS

- Los miembros del Consejo y demás asistentes a la reunión concuerdan con la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto de los resultados alcanzados durante el primer semestre de 1999 y las perspectivas que se presentan en adelante, existiendo algún grado de inquietud respecto de la evolución de algunas variables en el corto plazo. En efecto, a pesar de la existencia de indicadores adelantados positivos, luego de haber tenido bajas consecutivas de tasas de interés a partir de septiembre del año pasado, los síntomas todavía no son del todo claros y definitivos. Existe conciencia que el único síntoma claro está en el área monetaria y aún ahí parecieran haberse abierto recientemente algunos signos de interrogación. Eso obliga a que la situación se siga con mucha atención, pues se debe tener una evaluación de la coyuntura lo más realista posible para la toma de decisiones.
- Se comenta, además, que el escenario planteado por la División de Estudios para el año 2000 parece bastante razonable y muy positivo: con una leve mejoría de los términos de intercambio, una tasa de crecimiento del orden del 5,5%, una inflación decreciente y un déficit en la cuenta corriente levemente superior al 4%. Se considera, sin embargo, que este escenario es bastante tranquilizador, y puede alcanzarse con distintas combinaciones de políticas macroeconómicas.
- Además, dentro de los otros temas de preocupación destacados por los participantes de la reunión, están las posibles dificultades asociadas a un período de recuperación del gasto y de la actividad en una economía de alta indización como la chilena. Se argumenta que no debiera descartarse la posibilidad que en una fase expansiva del ciclo, como la del año próximo, la economía se enfrente a presiones de precios algo mayores a las actuales, tanto por la recuperación de márgenes de comercialización como por la forma en que se comportan los salarios a través del ciclo. Se considera que si bien en la actualidad la economía se encuentra en una posición del ciclo ya bastante avanzada, aún no se observa una moderación en los salarios reales, la que sin duda habría ayudado a reducir los actuales niveles de desempleo.

ACUERDOS

En conformidad con lo expuesto anteriormente, se acordó lo siguiente:

1. Ante la evidencia que el actual ciclo recesivo ha sido más profundo y largo de lo previsto, y dado el bajo nivel en que se encuentra la tasa de interés de instancia monetaria, que hace claramente expansivo el rol que tiene la política monetaria, el Consejo del Banco Central considera recomendable mantener esta tasa en sus niveles actuales, esto es, centrada en un 5% equivalente anual sobre la variación de la UF.

2. El Consejo del Banco Central seguirá atento a los desarrollos económicos tanto internos como externos, de forma de orientar sus instrumentos para asegurar el cumplimiento de sus objetivos. Futuras modificaciones de la política monetaria podrán verificarse en la medida en que los principales indicadores macroeconómicos, como inflación y remuneraciones, gasto público y privado y el desarrollo de las cuentas externas, muestren un comportamiento coherente con la consecución de las metas macroeconómicas propuestas para 1999 y 2000.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
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.