

## **RESUMEN REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA EFECTUADA EL 14 DE OCTUBRE DE 1999**

La sesión se inicia con la exposición del informe de la Gerencia de División Estudios sobre la evolución de la economía durante 1999, las perspectivas para el resto del año y para 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**

La exposición se inicia haciendo un análisis detallado de la evolución de los precios y salarios. Se indica que los antecedentes recientes referidos a la inflación, confirman la continuación de una tendencia descendente, a pesar del comportamiento al alza observado en los últimos meses por el tipo de cambio y el precio de los combustibles. Del examen de la trayectoria de la inflación, se verifica que se ha consolidado la evolución de los meses previos, tanto en el índice total como en el subyacente. Descomponiendo esta tendencia, en términos de sus componentes transables y no transables, se observa que hay una estabilidad en los últimos meses del índice de transables, estando gran parte de los ajustes más recientes en el índice de precios de los bienes no transables.

En estos últimos incide positivamente el efecto de los precios de los combustibles, situación que se explica tanto por el alza de los precios internacionales, como por los incrementos en el tipo de cambio. Sin embargo, a pesar de los aumentos observados en los últimos meses en el tipo de cambio, existe una caída de los precios de los bienes durables, los que son eminentemente de origen importado.

Por lo tanto, se concluye que un factor a considerar en el comportamiento futuro de la inflación, es que estos precios no han mostrado un ajuste acorde con la trayectoria observada por el valor de la divisa.

En los índices de los precios no transables se observa una disminución más fuerte, que está asociada principalmente al descenso de los componentes de vivienda, especialmente arriendos, servicios educativos y servicios de salud. Se señala que un factor de impulso de los precios no transables ha sido el comportamiento del transporte, asociado principalmente a precios regulados, en el que ha influido en forma especial el ajuste de los precios del petróleo más que el incremento en los costos de reposición de maquinaria.

En relación con el precio de los combustibles, se indica que éstos han registrado un incremento en el país, reflejo del aumento de los precios de paridades medidas en pesos. En la actualidad está operando plenamente el subsidio asociado al Fondo de Estabilización del Petróleo (FEP), de tal forma que los incrementos de los costos de importación en dólares no se traspasan a precios internos, sino que tan sólo se traspasan los movimientos al alza registrados por el tipo de cambio.

El otro componente volátil que influye en la medición de la inflación, tiene relación con el precio de los productos perecibles, los que durante el año han tenido un comportamiento bastante favorable respecto de lo que se había observado en los años anteriores.

Finalmente, se señala que un factor que ha estado presente en los últimos meses es la presión sobre el tipo de cambio y su eventual impacto sobre la inflación interna. De acuerdo a los últimos antecedentes, hasta septiembre no se han registrado efectos del aumento del tipo de cambio sobre el índice de los precios transables –la inflación de los transables se ha mantenido constante – pero a nivel del Índice de Precios al por Mayor (IPM), se observan incrementos importantes en las tasas de crecimiento. No obstante lo anterior, se indica que existe evidencia de que la relación entre el IPM y la evolución del índice de los transables es bastante débil. Esto es porque, en parte, los precios finales tienen un componente doméstico importante, que da una mayor ponderación a las condiciones de

demanda doméstica. Por lo tanto, si bien éste es un factor de cuidado, no se estima que el incremento reciente del resultado del IPM vaya a afectar en lo inmediato a la inflación.

En materia de economía internacional, la evolución de los últimos meses ha sido positiva. En efecto, las proyecciones de crecimiento mundial son en septiembre de 1999 más optimistas que las de julio pasado. Tanto las proyecciones para el año 1999 como para el año 2000 son, en la actualidad más favorables y, en particular, también son más favorables para los principales socios comerciales de Chile. Es así como se observa un progresivo incremento en la proyección de crecimiento mundial para este año de 2,4% y un incremento también en la estimación para el próximo. Esta proyección considera una desaceleración del crecimiento de la economía norteamericana, con repuntes en el crecimiento de Europa, resto de Asia y las principales economías emergentes.

Se manifiesta que las proyecciones de inflación mundial básicamente se mantienen estables debido a que no hay un cambio en la perspectiva de inflación en cada uno de los grandes bloques. Sólo en los casos de Europa y de Estados Unidos de América (EE.UU.) se observan señales o perspectivas de un incremento de inflación, siendo éstas leves, situación que ha dado origen a expectativas de políticas monetarias más restringidas dentro de las principales economías del globo. Como es sabido, las tasas de interés en EE.UU. han mostrado durante este año un incremento, particularmente las de más largo plazo. En el último trimestre, se aprecian básicamente los mismos niveles que se observaban al finalizar el trimestre anterior, en torno al 6%, y las tasas de interés de corto plazo han registrado un aumento paralelo al incremento de las tasas de la Reserva Federal. Hacia delante hay un sesgo en la economía norteamericana hacia volver a aumentar las tasas de interés en respuesta a eventuales señales de inflación a futuro.

Se indica que en Europa la tendencia de los tipos de interés también ha sido similar a la de los EE.UU., existiendo un aumento más marcado y sostenido en las de largo plazo, reflejo de expectativas de mayor dinamismo y también del eventual repunte de la inflación que, en todo caso, se mantiene por debajo de la meta planteada por el Banco Central Europeo.

En materia de paridades, Japón es el país donde se ha registrado una mayor apreciación respecto del dólar, en tanto que en el caso de Europa, se registra una tendencia más estable. En términos generales, es posible concluir que el dólar ha presentado una depreciación fuerte respecto de las principales monedas durante los últimos tres meses.

Por su parte, los índices de precios de materias primas se han movido en coherencia con las mejores expectativas de la economía mundial y se observa una trayectoria positiva a lo largo del último trimestre, la que todavía puede considerarse como volátil, situación que también se ha visto reflejada en los precios relevantes para Chile. En efecto, el cobre, la celulosa y la harina de pescado muestran incrementos en sus precios a lo largo del último trimestre, situación que también se manifiesta en los precios de las importaciones, como es el caso del petróleo.

Con respecto al precio de los activos, la Bolsa de EE.UU. durante las últimas semanas ha evidenciado una trayectoria negativa y los ADR de América Latina muestran una corrección a la baja, evolución que ha estado en paralelo con la del mercado de acciones. No obstante lo anterior, los spread soberanos han revertido la trayectoria al alza que habían insinuado a comienzos del último trimestre y en la actualidad se ubican prácticamente en niveles similares a los que tenían al comenzar éste.

En resumen, se concluye que las perspectivas de crecimiento de la demanda externa son en la actualidad más favorables de las que eran hace algunos meses atrás. No obstante el mejoramiento de la situación de términos de intercambio, las condiciones de crédito internacional son levemente más restrictivas por el aumento en las tasas de interés en el exterior, en un contexto donde no ha habido cambios en las condiciones o en la percepción de riesgo de los mercados emergentes.

En relación con las tasas de interés del mercado financiero local, se señala que la tasa de los PRBC a 90 días se ha alineado en torno a la tasa de instancia monetaria (5% sobre la variación de la Unidad de Fomento) y las tasas de largo plazo se han estabilizado en niveles en torno al 6,5%. Por su parte, las tasas de captación de mercado están prácticamente igualadas con la tasa de instancia, en tanto

que las de colocación se ubican cerca de un 7% en las observaciones marginales y en torno a un 7,25% en promedio, siendo éstos los niveles más bajos de la década de los años '90.

Se destaca que la curva forward muestra una mayor pendiente, a pesar que se encuentra influida por el efecto año 2000. En términos generales, en el corto plazo hay una expectativa de una política monetaria que permanece durante un tiempo más prolongado en una instancia expansiva. Sin embargo, a largo plazo hay una expectativa de incremento en la tasa de interés.

Respecto de las condiciones de arbitraje internacional, los diferenciales de largo plazo se mantienen prácticamente constantes, mientras que los diferenciales de corto plazo, han mostrado a través del mes una reducción contra el peso, siendo en la actualidad negativos.

Esta situación ha afectado las condiciones de los mercados financieros nacionales, las que además se han visto impactadas por los posibles problemas computacionales asociados al cambio de milenio. Ello se ha traducido en una tendencia positiva para el tipo de cambio en las últimas semanas, movimiento que ha ido en paralelo con el del tipo de cambio multilateral (relación nominal entre el peso y una canasta amplia de monedas). Como consecuencia de lo anterior, se ha registrado, a lo largo de los dos últimos meses, una significativa depreciación del tipo de cambio real, el que en la actualidad se sitúa en niveles superiores a los que tenía a comienzos del año 1997.

En relación con el comportamiento de los agregados financieros, la exposición señala que en las observaciones de septiembre y en las que se registran de octubre, se ha continuado con la trayectoria ascendente en las mediciones de dinero de más corto plazo. También, aunque en niveles menos marcados, se ha observado un comportamiento creciente en las colocaciones del sistema financiero y en los agregados monetarios más amplios.

Con respecto a la política fiscal, durante el segundo trimestre la absorción pública experimentó un crecimiento de 3,7%, lo que significa un crecimiento de 5,4% en lo que va corrido del año. Por su parte, el efecto del impulso fiscal sobre el producto, calculado tanto por el impacto de ingresos como de gastos, es positivo, fundamentalmente, por la reducción en los ingresos tributarios. De acuerdo a la información disponible, durante el primer semestre del año ha habido un efecto compensatorio contracíclico que se traduce en un impulso fiscal positivo.

En materia de actividad, demanda y empleo, de acuerdo a los antecedentes ya conocidos, el producto registró una caída de 2,9% en el primer semestre de 1999. Los indicadores, para el tercer trimestre, todavía apuntan en la dirección de una disminución, principalmente debido a la caída de julio, pero esperándose en agosto un resultado levemente negativo para llegar a cifras positivas interanuales a partir de septiembre. Con esto, el crecimiento del tercer trimestre todavía sería negativo, pero sobre una trayectoria de recuperación. Dentro de los componentes del producto, el comportamiento del consumo continuaría con una trayectoria algo moderada.

En el caso de la industria, las ventas y la producción industrial han mostrado una tendencia de recuperación en fechas recientes, particularmente en agosto. Hay un fuerte impulso en las ventas de departamentos, producto de programas tributarios especiales que se están aplicando a partir de junio. De igual forma, se ha visto una tendencia de recuperación en las importaciones, la que obedecería principalmente a una recuperación de inventarios.

En resumen, la proyección de crecimiento para 1999 sería levemente negativa. De acuerdo a los antecedentes anteriormente revisados, la evolución de las condiciones monetarias y externas avala una perspectiva de crecimiento en el año 2000, en torno a 5%, el que estaría fundamentalmente liderado por una recuperación del gasto interno.

En materia de empleo, los antecedentes muestran una situación relativamente más rezagada en relación con las demás variables de actividad. La encuesta nacional de ocupación realizada por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) muestra en los datos marginales una ligera estabilización de los valores, existiendo mes con mes un incremento de 0,1%. De esta manera, los datos marginales

muestran que se está llegando a una situación de *plateau*. En adelante se espera que la reducción de la tasa de desocupación va a ser a un ritmo comparativamente más lento, debido al rezago que existe entre esta variable y la recuperación de la actividad.

En el sector externo, se informa que ha continuado la trayectoria de corrección del déficit de la balanza comercial, producto del nivel que han mostrado las importaciones. Recientemente, se ha observado que el saldo acumulado de los últimos doce meses de la balanza comercial es positivo y, para el año 1999 en su conjunto, se espera que el déficit se mueva en torno a los US\$1.000 millones. Como resultado de eso, habría un déficit de cuenta corriente de alrededor del 1% del Producto Interno Bruto (PIB) y para el próximo año, debido a la expectativa de recuperación de las importaciones y de la demanda interna, habría una ampliación del déficit de cuenta corriente a niveles de 3,3% del PIB.

Sobre las perspectivas de la inflación, los componentes más importantes que determinan su evolución durante los próximos quince meses son, por una parte, la mantención de una brecha de desempleo y una brecha absoluta gasto-producto negativa que favorece la continuación de la reducción de los precios. Como se ha visto hasta ahora, el impacto de la desocupación y de la situación de exceso de capacidad instalada sobre la inflación de los no transables ha sido muy fuerte, reduciendo las mediciones desde niveles del orden de 7% a niveles del 3%. La mantención de una situación de ese orden, aún cuando se fuera normalizando gradualmente a través de éste año y el próximo, continuaría siendo un factor que afectaría la evolución futura de los precios, ya que la comparación entre valores promedio seguiría afectada por las cifras pasadas. Este efecto sería compensado, en lo principal, con un mayor grado de presión de inflación importada, tanto por la depreciación del peso respecto del dólar, como por una mayor presión en la inflación externa.

Los efectos de estas variables van a depender de la distribución temporal con que se den las presiones inflacionarias en los próximos meses. En cualquier caso, se debería esperar, respecto de los niveles actuales, un repunte en las mediciones de inflación, principalmente gatilladas por el incremento del tipo de cambio, por los precios de combustibles y por el aumento de algunos precios de productos regulados.

En general, estas presiones se esperan sobre la inflación de los transables, las que serían más visibles a medida que la economía vaya recuperando su ritmo de actividad. Estos efectos, sin embargo, significan que, de acuerdo con la información disponible hoy, la inflación estaría en promedio en el cuarto trimestre del año 2000 en niveles del orden de 3% para el IPC total.

Respecto de lo que son las expectativas de inflación de los analistas del mercado para este año, la gran mayoría de los pronósticos está por debajo del 3% y para el próximo, se ubican en niveles del 3% a 3,6%.

## **II. ANÁLISIS Y CONSECUENCIAS DE LOS ANTECEDENTES PRESENTADOS**

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, compartiendo la preocupación que ha sido mencionada en el informe respecto del nivel de las tasas de interés de largo plazo. Se comenta que desde hace un par de meses se observan estos incrementos, los cuales se han explicado tanto por expectativas de alzas en la tasa de instancia en Chile o en EE.UU., como por el cumplimiento de las normas de calce, o bien, porque los inversionistas institucionales encuentran mejores oportunidades de inversión en el exterior. Sea cual sea la razón del aumento de las tasas de interés de largo plazo, es un tema de preocupación entre los asistentes a la reunión, pues se considera que se ven afectados importantes sectores de la economía que aún están expuestos al proceso de ajuste en términos de empleo y actividad.

Frente a este tema se manifiesta que tal vez sería interesante examinar qué acciones de política

podiera el Banco Central adoptar, para minimizar los efectos negativos de esta evolución de las tasas de interés. Probablemente una de esas medidas sea la eliminación del año de permanencia para las adquisiciones de papeles de mediano y largo plazo. Esto ayudaría tanto desde el punto de vista de empujar hacia abajo las tasas de interés domésticas de largo plazo, como de producir el ingreso de capitales desde el exterior que pudiera aliviar la sequedad actual y morigerar los movimientos de corto plazo en el tipo de cambio. Existe conciencia de los riesgos asociados a la aplicación de esta medida, pero pudieran ser mínimos dada la situación actual de escasez en los ingresos de capitales, la cual se estima continuará por algunos meses en adelante.

Se hace presente que hay una parte de los activos chilenos que no están sujetos a esta restricción, que son los ADR y los bonos de empresas que ya se transan en el extranjero. Por ello, no se puede esperar que exista un cambio tan pronunciado en términos de las inversiones que los inversionistas institucionales extranjeros podrían hacer en Chile, pues ellos ya se han posicionado en activos chilenos que se transan fuera de Chile. El punto está en que entre los activos fuera de Chile y los activos en Chile hay una diferencia de retorno producto de la restricción del año y esa podría tender a eliminarse. Puede que no se den tantos movimientos de capitales, pero sí impactos sobre los precios de los activos que se transan sujetos al año versus los activos chilenos que ya se transan afuera libres de esa restricción.

Se consulta respecto de los fundamentos de la proyección positiva del Imacec de septiembre, dado que las importaciones caen levemente en doce meses durante ese mes. Se argumenta que durante septiembre el efecto negativo de las importaciones sobre los márgenes de comercio sería menor, a lo cual se agrega que habría un efecto positivo del componente generación eléctrica, que otorga mayor valor agregado, así como también una proyección elevada de crecimiento en el sector de minería y la repetición de los buenos resultados de la industria. Con estos antecedentes se puede llegar a una cifra positiva para la variación interanual del Imacec de septiembre, adicionándose que hay un día hábil más que en igual mes de 1998.

En el ámbito externo, se señala además que en el curso del año 1999 se ha producido un cambio muy importante de propiedad de empresas grandes, hacia una mayor propiedad extranjera, con lo cual las utilidades que se vayan generando van a empezar a aparecer como una salida en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ante esta inquietud del Consejo, se argumenta que, por la naturaleza de las empresas involucradas, las cifras podrían eventualmente llegar a ser de cierta consideración, situación que está contemplada en las proyecciones de balanza de pagos, pues se hacen sobre la base de información detallada de estas empresas obtenida a través de encuestas.

Se acota además, que el impacto neto sobre la inversión extranjera de la mayor participación de empresas externas en la propiedad de empresas locales no debiera ser muy significativo, porque si bien ha habido entradas importantes desde el exterior, también ha habido inversiones hacia el exterior, como por ejemplo lo ocurrido con las AFP a lo largo de 1999. Consecuentemente, estas administradoras van a recibir ingresos, producto de sus inversiones en el extranjero, que van a aparecer en la balanza de pagos en la parte de créditos. En la única parte donde van a existir diferencias, es por el lado de las privatizaciones de empresas públicas, en razón de que los ingresos fiscales generados no necesariamente van a constituir inversiones que vayan a generar ingresos desde exterior, ni se van a destinar necesariamente a prepagar deuda externa.

En materia de precios, se destaca que un elemento importante extraído del informe presentado por la División de Estudios es que, a pesar de la devaluación que ha tenido el peso respecto del dólar, las expectativas de inflación para éste y el próximo año se mantienen muy en línea con las metas planteadas. Respecto de este tema, se hace la precisión que sí se está considerando en las proyecciones un comportamiento algo mayor de la inflación interna durante el año 2000. De hecho se tiene una meta de 3,5% para una inflación que podría ser menor a 3% a fines de este año.

Se aclara que éste es un fenómeno que además no es observado solamente en Chile, pues las proyecciones para el próximo año consideran una inflación mayor en todas las regiones del mundo, en relación con lo que se observa durante el presente año, lo cual a su vez está vinculado con el movimiento de las paridades internacionales.

En este contexto, se destaca además que el tipo de cambio estará determinado por las condiciones de mercado y que el Banco Central no va a intervenir en el mercado cambiario salvo en circunstancias excepcionales. Lo anterior se considera positivo para el país, pues se trata del instrumento de mayor flexibilidad con que se cuenta para enfrentar las inestabilidades internas y externas, en particular cuando se tiene una situación relativamente deprimida en materia de actividad que limita las posibilidades de actuar con la tasa de interés.

Los participantes concuerdan en que el Banco Central debe poner énfasis en que va a actuar de acuerdo con las metas de inflación. Se considera que ésa es la única manera de actuar correctamente, en el sentido de velar por sus objetivos en un contexto de estabilidad macroeconómica general, con la mejor utilización del instrumental disponible.

Otro punto que se comenta, es que los salarios reales continúan creciendo a pesar que se tiene un nivel de desempleo relativamente alto y que el empleo continúa bajando. Este es un hecho que contribuye a rigidizar la situación de la economía y a hacer más lento el proceso de absorción del desempleo. Se considera que este es el momento para buscar mayor flexibilidad en la mayoría de los campos posibles, para absorber rápidamente el desempleo que existe en el país, lo cual involucra también a los salarios reales.

Finalmente se realiza la presentación de las opciones y recomendaciones de política que se desprenden del informe anteriormente presentado:

Se confirman las tendencias previas en materias de inflación, de cuenta corriente y de la lenta recuperación económica observada hasta la fecha. No obstante, existen algunas señales en las últimas semanas que hacen tener una visión más optimista en cuanto a la reactivación económica.

En relación con la información de hace un mes atrás, si bien las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables en un nivel alto, las condiciones monetarias internas han seguido moviéndose hacia una situación más expansiva, debido principalmente a la depreciación del peso.

Además, los agregados monetarios más líquidos retomaron una senda de expansión en septiembre y en lo que va corrido de octubre, que se había perdido levemente en agosto. Por su parte, se ha observado que el crédito bancario ha dado algunas señales tenues de recuperación.

Por último y no menos importante, la proyección del Imacec del mes de agosto ya está bastante cerca de 0% –a diferencia del –4,7% obtenido en julio pasado – viéndose como probable para septiembre una cifra positiva por primera vez en varios meses.

Todo lo anterior hace que dentro de las opciones posibles de política monetaria, la opción de relajar moderadamente la tasa de instancia ahora, se vea bastante menos prudente de lo que se podía haber visto hace un mes atrás. Por contraposición, cobra más vigencia la opción de mantener la tasa actual de instancia o incluso subirla levemente. Sin embargo, esta última opción se ve todavía como algo muy prematuro en relación con las proyecciones que se hacen de la inflación para el próximo año. Por esa razón, lo que parece más prudente, por ahora, es mantener la actual tasa de instancia. Esto, sin perjuicio de que hay algunos riesgos importantes a considerar, entre otros, un posible incremento de las tasas de interés de largo plazo más allá de lo que están en la actualidad como resultado de presiones externas, si es que la tasa en EE.UU. sigue subiendo. Además, existen también algunas presiones internas como resultado del proceso de colocación de títulos de deuda a mediano y largo plazo en los mercados locales, por parte de empresas *prime* que antiguamente colocaban esa deuda en el exterior. En ese contexto, sería recomendable también retomar el tema de las restricciones que aún permanecen a los inlujos de capitales desde el exterior.

### **III. ACUERDOS**

El Consejo, por la unanimidad de sus participantes, acuerda mantener la actual tasa de instancia, esto es, centrada en 5% sobre la variación de Unidad de Fomento y emitir el siguiente Comunicado de prensa:

"En el marco de su reunión trimestral de política monetaria, el Consejo del Banco Central ha realizado –en el día de hoy – un detenido análisis de la coyuntura económica nacional. En esta reunión se discutieron las cifras recientes en materia de inflación, cuentas externas, fiscales, mercados financieros, actividad económica y empleo, así como el contexto internacional en que se desenvuelve actualmente la economía chilena. Asimismo, se analizaron las proyecciones más relevantes para el próximo año, su conformidad con la meta de inflación y el equilibrio externo y los riesgos que se perciben hacia el futuro.

El análisis realizado confirma las tendencias principales que se han ido observando en los meses precedentes en materia de inflación, en cuanto a las importantes holguras registradas y proyectadas para esta variable y para la cuenta corriente, y en torno a la marcha algo lenta de la recuperación económica.

Sin embargo, existen algunas indicaciones en las últimas semanas que mueven a un análisis más optimista en cuanto a esta última variable (reactivación) respecto de la información que se tuvo a la vista el mes pasado.

Las condiciones monetarias internas han seguido moviéndose en una dirección expansiva (como resultado de la depreciación cambiaria reciente), los agregados monetarios más líquidos acentuaron una senda de expansión que se había moderado en agosto y el crédito da algunas señales de recuperación.

Asimismo, la variación estimada del Imacec para el mes de agosto pasado y lo que se ve como probable para el mes de septiembre señalan una dirección de recuperación de las cifras de actividad en línea con un crecimiento en torno a 5% el año próximo.

Considerados los riesgos externos e internos, se estimó que éstos no afectan el incipiente ritmo de recuperación económica observado hasta el momento ni la proyección de crecimiento para el año próximo.

Asimismo, el comportamiento previsto de la inflación, que se estima en menos de 3% a fines de 1999, sigue estando dentro de una trayectoria coherente con la meta establecida para el próximo año y con el rango de mediano plazo de entre 2% y 4%, centrado en 3% anual".