

## **RESUMEN REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA EFECTUADA EL 7 DE ABRIL DE 1998**

La sesión se inició con la exposición del informe de la Gerencia de División Estudios sobre la evolución de la economía durante el primer trimestre de 1998 y las perspectivas para el resto del año. Los principales aspectos de dicho informe se presentan en el punto I. Posteriormente, los Consejeros y los demás asistentes analizaron los antecedentes presentados, para luego estudiar las consecuencias de éstos sobre las decisiones de política económica del Banco Central, las que se mencionan en el punto II. Finalmente, el Consejo formuló sus conclusiones y adoptó el acuerdo que se indica en el punto III.

### **I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS**

Durante el primer trimestre de 1998, se observó una corrección de las distorsiones transitorias en la inflación efectiva ocurridas hacia fines de 1997, en particular en los precios de alimentos y combustibles. En efecto, entre diciembre y marzo la inflación total se movió desde niveles de 6% a niveles por debajo del 5,5%. Por el contrario, las mediciones de inflación subyacente muestran desde mediados de 1997 un estancamiento e incluso una leve alza. En el período no se observaron presiones inflacionarias provenientes del tipo de cambio en el índice de precios de los transables, a excepción del mes de marzo cuando hubo un primer antecedente de presión a través del rubro vestuario. Existe evidencia empírica de que el traspaso de tipo de cambio a precios se realiza con rezago, el cual depende en gran medida de las perspectivas y presiones competitivas que estén presentes en los mercados. Los salarios, por su parte, mostraron una tendencia similar a la del resto de los índices de precios durante el primer trimestre de 1998, con un crecimiento nominal en torno al 8%, lo que significa una trayectoria de crecimiento real del orden de 2,5% a 3%, cifra considerada como coherente con el crecimiento de tendencia de la productividad. Por lo tanto, desde la perspectiva de los salarios no se esperarían presiones alcistas en el corto plazo sobre la inflación, pero tampoco se observan holguras en el mercado laboral.

Respecto de la orientación de la política monetaria, durante el primer trimestre de 1998 las tasas de mercado se alinearon con el nuevo objetivo de la tasa interbancaria fijado en febrero pasado (8,5% sobre UF), manteniéndose los spreads en niveles considerados como normales respecto de las tasas de los documentos del Banco Central. El mercado de renta fija estaría señalando una moderación en el grado de restricción de la política monetaria hacia fines de 1998 para continuar durante 1999. Por su parte, los agregados monetarios reflejaban para el primer trimestre una moderación en sus tasas de expansión en relación con la trayectoria de fines de 1997, evolución que sería coherente con el crecimiento esperado para la actividad en este período. De igual forma, las colocaciones mantenían una evolución coherente con el ritmo de actividad.

En lo que se refiere a la evolución del tipo de cambio, desde fines de febrero los valores se han ubicado oscilando en un rango de \$450 a \$455 por dólar, con un spread relativamente bajo entre los valores de compra y venta y con intervenciones esporádicas de la autoridad monetaria. Durante este período aún se observa bastante sensibilidad en el mercado cambiario asociada a la evolución de la coyuntura internacional, en particular la situación de Japón, como por los desarrollos internos relacionados con la balanza comercial. Es importante destacar que los ajustes de precios relativos deben ser coordinados con la corrección del desbalance entre gasto y producto, de manera que eventuales aumentos en el tipo de cambio no se trasladen a aumento de los precios.

Los antecedentes disponibles de la ejecución fiscal en el año 1997 indicaron que la absorción pública tuvo un comportamiento moderador sobre la demanda agregada, en la medida que creció por debajo de la expansión del producto. Sin embargo, la recaudación de impuestos tuvo un rendimiento menos favorable, producto en parte de los rezagos asociados al ciclo, situación que probablemente se revertirá este año. A partir de los diferentes escenarios de ejecución fiscal posibles para 1998, es posible concluir que, para llegar a niveles coherentes con la evolución del producto, se requerirá de un esfuerzo adicional de moderación en el gasto.

En materia de actividad, comienzan a aparecer señales incipientes de moderación, con un primer trimestre que estaría por debajo de lo presupuestado inicialmente, situación que no se verificaría con la misma intensidad en las cifras de gasto. Del análisis de los antecedentes preliminares, se observa que el consumo mantiene un elevado crecimiento, aunque con una trayectoria de moderación, la formación bruta de capital se mueve a la baja y la acumulación de inventarios sigue todavía creciendo en forma elevada. Esta mayor acumulación está asociada a la evolución reciente de la balanza comercial, debido a las menores exportaciones y a una acumulación adicional de importaciones producto de la rápida depreciación del tipo de cambio y del aprovechamiento de bajos precios en dólares en los países asiáticos.

En materia de empleo, aún no se ha observado ninguna evidencia de moderación en las tasas de crecimiento de la ocupación, las que han oscilado con expansiones de entre 1,5% y 2,5% en los últimos meses. Asimismo, la tasa de desempleo nacional se ha mantenido en niveles por debajo del promedio histórico durante el primer trimestre de 1998, lo que significa pocas holguras para reducciones adicionales en la moderación del ritmo de crecimiento de los salarios nominales.

En el sector externo, las proyecciones de cuenta corriente ya revisadas anticipan un déficit para el año 1998 equivalente a una cifra del orden de 6% del PIB, déficit que si bien es superior al previsto hacia fines de 1997, es considerado como financiable dados los indicadores de solvencia del país. Esta desfavorable evolución de las cuentas externas se explica por un bajo nivel del precio del cobre, un magro comportamiento de las exportaciones en el primer trimestre, en particular en aquellos productos que van a los mercados asiáticos y por el alto nivel que aún mantienen las importaciones.

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

Los miembros del Consejo concuerdan con la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto de la marcha de la economía durante el primer trimestre de 1998. Se percibe como favorable la evolución de los precios durante los primeros meses del año, lo que genera un mayor grado de optimismo sobre el comportamiento de la inflación a futuro, acorde con la meta planteada por la autoridad. Asimismo, la moderación del ritmo de expansión de la actividad durante el primer trimestre más allá de lo proyectado inicialmente, estaría dentro de lo esperado dentro de un contexto de ajuste. Sin embargo, existe preocupación sobre el comportamiento del gasto interno, el cual no se ha desacelerado aún de acuerdo a lo esperado.

Respecto de las cuentas externas, el Consejo comparte la idea de que los efectos de la crisis asiática sobre la economía chilena en materia de precios y de comercio exterior, todavía están sujetos a algún grado de incertidumbre. Ante este panorama, los participantes comparten los riesgos existentes para el año en curso en materia de cuentas externas, ya sea por la lentitud de la disminución del gasto, como por la profundización de la crisis asiática. También se reconocen los posibles riesgos inflacionarios asociados a un alza del tipo de cambio durante este año.

Ante este contexto más desfavorable en el plano internacional, es necesario que la autoridad económica entregue las señales adecuadas a los mercados, de tal forma de encauzar a los agentes hacia un comportamiento que permita el cumplimiento de las principales metas macroeconómicas planteadas para el presente año.

## **III. ACUERDOS**

En conformidad con lo expuesto anteriormente, el Consejo concluyó lo siguiente:

1.- En el contexto de los objetivos del Banco Central, de reducción gradual y sostenida de la inflación, el Consejo del Banco Central considera apropiado mantener la actual instancia de política monetaria, esto es, ubicada en un rango centrado en 8,5% equivalente anual sobre UF.

2.- El Consejo del Banco Central seguirá atento a los desarrollos económicos, financieros y monetarios 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 1998.