



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 49
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 10 de junio de 2003

En Santiago de Chile, a 10 de junio de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe (S), don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera (S), don Jorge Pérez Etchegaray;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 47 y 48E, celebradas el 8 y 9 de mayo de 2003, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 47 y 48E, celebradas el 8 y 9 de mayo de 2003, respectivamente, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 47, celebrada el 8 de mayo de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 47, celebrada el 8 de mayo de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2003.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2003, para el día 11 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente Informe:

SÍNTESIS DEL MES

En términos globales, la marcha de la economía continúa en línea con lo esperado en el *Informe* de mayo, aunque con un poco menos de dinamismo por el lado de la actividad y el gasto y con tendencias de inflación subyacente algo más acotadas. Por un lado, la actividad industrial, la producción minera y el empleo durante abril mostraron una desaceleración, luego de varios meses de mostrar ritmos relevantes de crecimiento. Por otro, la información de precios de mayo mostró que el repunte de la inflación del IPCX1 durante abril fue efectivamente en parte transitorio, lo que se tradujo en tasas de inflación anual del IPC y del IPCX menores a las de meses anteriores. Por su parte, los mercados financieros locales se han comportado de forma mixta. Aunque la Bolsa ha tenido un desempeño sobresaliente, el tipo de cambio real se mantiene más depreciado que durante el mes pasado y las tasas de los bonos de largo plazo revirtieron su tendencia al alza. Esto en parte se debe a un entorno externo donde persisten señales ambiguas respecto del ritmo de crecimiento de la economía global. Aunque los mercados accionarios internacionales se han comportado de forma bastante dinámica, los bonos de largo plazo reflejan un panorama de débiles presiones inflacionarias, incierto crecimiento y expectativas de relajamientos adicionales en la política monetaria de las principales economías.

La fuente de mayor incertidumbre respecto al ritmo de crecimiento mundial continúa radicada en la economía de los Estados Unidos. Aunque luego del fin de la guerra se ha producido una recuperación de los indicadores de confianza de los consumidores, el crecimiento industrial y particularmente el desempeño del mercado laboral todavía muestran relativa debilidad. Asimismo, a pesar de que el mercado bursátil sigue mostrando buenos resultados, las tasas de interés de largo plazo reflejan expectativas de reducciones adicionales en la tasa de fondos federales. En la zona euro, el debilitamiento de la actividad en las principales economías, junto con las reducidas presiones inflacionarias, la evolución del tipo de cambio y la modificación de la meta de inflación del Banco Central Europeo hacían previsible el recorte reciente de tasas. En Asia, en tanto, el efecto económico del SARS parece ser de carácter menor. El precio del cobre ha continuado fortaleciéndose, mientras que el precio del petróleo ha tendido a persistir en niveles algo superiores a los esperados hace un mes.

En Chile, los mercados financieros también han seguido los vaivenes de los mercados externos. Los precios de los activos bursátiles han continuado con una tendencia al alza, pero la tasa de interés del BCU-5, luego de una incipiente tendencia al alza, ha vuelto a ubicarse por debajo de 2,8%. El tipo de cambio ha conservado cierta correlación con los desarrollos de la región, manteniéndose en niveles similares a los observados a principios de año. En particular, la apreciación bilateral con respecto al dólar de Estados Unidos se ha visto prácticamente compensada con una depreciación sustancial del peso relativo al euro. Por ahora, no se aprecia la posibilidad de una mejoría adicional en el corto plazo de las condiciones financieras de la región.

Adicionalmente, el ritmo de crecimiento interno mostró una cierta desaceleración a principios del segundo trimestre. Al débil ritmo de crecimiento de la producción y las ventas industriales, se añadió el menor dinamismo del mercado inmobiliario, una menor creación de empleos en el margen y un crecimiento más acotado de la minería. Por el momento, en todo caso, estos factores parecen ser un fenómeno puntual de debilidad en la actividad, dado el nivel que alcanzaron las importaciones y exportaciones en mayo y proyecciones preliminares para junio, así como el repunte de los permisos de edificación y las sostenidas buenas condiciones en el mercado del crédito. Respecto a este último punto, se aprecia que las tasas de interés de



mercado se mantienen estables, aunque algo por sobre los promedios de fines del año pasado, mientras que las colocaciones, en particular las de consumo e hipotecarias, siguen mostrando tasas de crecimiento en el margen positivas, sin marcar aún el inicio de un cambio de tendencia a una mayor moderación.

Por el lado de la política fiscal, aunque se apreció una mejoría en las cuentas del Gobierno durante el primer trimestre de este año, ello se debió básicamente a una normalización de los patrones estacionales que afectan la inversión pública. De hecho, se espera que en el curso de éste y los próximos trimestres las cuentas fiscales comiencen a mostrar déficits mayores. Gracias al paquete impositivo anunciado recientemente, no se espera una desviación considerable del objetivo de superávit estructural de 1%. Para el caso del año 2004, será clave la discusión presupuestaria, pero se supone que se preservará la regla de superávit estructural.

Con relación a las presiones inflacionarias, la inflación del IPC en mayo estuvo dentro de los márgenes previstos, pero por el comportamiento de los combustibles se esperan tasas algo menos negativas a las anticipadas el mes pasado para junio y julio. Esto se apoya en que, aparentemente, la aceleración de la inflación mensual del IPCX1 y del IPCX2 en abril fue un fenómeno puntual, debido a que la mediana de la distribución de precios no ha sufrido una aceleración comparable y se mantiene en cifras similares a las de años anteriores. Ello es consistente con la estabilización o caída de las medidas de márgenes operacionales de las FECU y con proyecciones de corto plazo por métodos estadísticos. Así, en el escenario más probable, la inflación anual tendería a 2%, o incluso por debajo de este valor, a principios del cuarto trimestre de este año. El panorama de mediano plazo, por su parte, sigue estando marcado por tendencias de mayores presiones de costos, tanto laborales como importadas. Los costos laborales unitarios siguen en una senda de aceleración moderada, mientras que la mayor inflación importada se ha materializado sin ser contrapesada por ahora con una tendencia a la apreciación nominal del peso. Por su parte, el cambio en el escenario del precio del petróleo incide de forma marginal en la trayectoria de mediano plazo de la inflación.

Por el lado de las expectativas privadas, el aspecto más notorio es la reducción de la inflación esperada por los analistas para diciembre de este año, la que sufrió una reducción relevante pasando de 3,3% - 3,4% entre marzo y mayo hasta 3,1% en junio. De forma consistente con esto, se aprecia una postergación en las expectativas de inicio de un ciclo de alzas en la tasa de política monetaria, el que se espera ocurra dentro de los próximos seis meses, y con un aplanamiento de la curva hacia adelante. No hay cambios apreciables en el panorama de crecimiento esperado, el que sigue siendo similar al del Informe de Política Monetaria. Las expectativas que se deducen de los mercados financieros muestran inflación esperada estable en torno a 2,5% anual y una trayectoria creciente de la tasa de política monetaria más intensa que la que se deduce de la encuesta, ambos aspectos en todo caso similares a los observados el mes pasado.

I. Escenario internacional

Las perspectivas para la economía mundial se han ido consolidando en torno a la dinámica que se previó en el *Informe* de mayo, con proyecciones de crecimiento mundial que se han mantenido o reducido marginalmente. Así, para el segundo semestre de 2003 las proyecciones suponen que el mundo retomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos. Contribuyen a esto las políticas monetarias expansivas que se están aplicando en la mayor parte del mundo, la política fiscal agresiva de Estados Unidos, la paulatina desaparición de la incertidumbre asociada al conflicto bélico en Medio Oriente, así como la mejora en el desempeño de los mercados accionarios.

Aunque los riesgos del escenario base de mayo subsisten, aparecen algo más moderados que los previstos hace un mes. En Estados Unidos preocupa la fragilidad que aún muestran algunos indicadores, la debilidad del sector industrial y del mercado laboral. Otros riesgos son la posibilidad de un ajuste abrupto en el precio de las propiedades y en el valor del dólar, esto último se ha reducido en línea con la gradualidad de este proceso, permitiendo cerrar brechas



de desequilibrios macro en forma menos traumática. También el impacto económico sobre Asia del SARS hoy parece menor. Por último, la posibilidad de un incremento relevante de los flujos de capitales hacia economías emergentes se ve menor, en línea con el descenso que han mostrado en las últimas semanas los indicadores de apetito por riesgo.

Acorde con la mencionada evolución de los mercados internacionales, el precio del cobre mantiene una trayectoria al alza oscilando en niveles de US\$0,74 y US\$0,77 la libra. En la medida que los indicadores muestren de manera más contundente el esperado inicio de la recuperación de la actividad mundial, el precio de este *commodity* debiera continuar con esta trayectoria de alza gradual. Esto se ve reforzado con el descenso en los inventarios de cobre (13% respecto de diciembre pasado) fundamentalmente explicado por la mayor demanda de China y Corea y por las expectativas de la recuperación mundial. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra para 2003 y 2004, respectivamente.

Desde la reunión pasada, el precio del petróleo ha registrado movimientos al alza, situándose algo por sobre US\$26 el barril. Este incremento responde tanto a los ataques terroristas perpetrados en el Medio Oriente, como al retorno de las cuotas de producción de la OPEP a partir de junio, y a la lenta recuperación de la producción de petróleo iraquí, que en la actualidad solo satisface el consumo interno. Debido a lo anterior, en los cinco primeros meses del año el promedio del barril se sitúa en US\$29, con contratos futuros que arrojan precios algo superiores a los del *Informe* pasado. Específicamente, se espera que en diciembre el barril de petróleo se transará en torno a US\$25, lo que significa que la convergencia hacia los US\$23 por barril se vea postergada hacia 2004. Ello determina un aumento en US\$1 en el rango esperado para el precio del crudo en 2003, el que se ubicaría entre US\$26 y US\$27 el barril. Hacia 2004 se espera registre niveles algo por sobre US\$23 el barril.

Los mercados financieros desarrollados, en particular de Estados Unidos, han entregado información disímil. Mientras la actividad bursátil muestra un buen desempeño, el rendimiento del bono a diez años y la paridad del dólar frente a las principales monedas han alcanzado niveles aún más bajos a los prevalecientes en los meses de mayor incertidumbre durante este año. El bono llegó a estar cerca de cuarenta puntos base por debajo del nivel que alcanzó al momento de la reunión pasada, lo que se atribuye, en parte, a la preocupación por la dinámica de los precios en Estados Unidos. Por su parte, el euro se ha seguido fortaleciendo fuertemente en las últimas semanas, llegando a cotizarse cerca de los 1,19 dólares.

Respecto de las tasas de política, la mayoría del mercado espera una baja en la próxima reunión de la Reserva Federal (el 25 de junio). Sin embargo, esta decisión dependerá de los indicadores de actividad que se conozcan hasta ese entonces, los cuales debieran estar más limpios de la incertidumbre de la guerra. En este sentido, la leve mejoría que ya han presentado la confianza del consumidor y el NAPM, tanto del sector industrial como del sector servicios, podrían disuadir a la Reserva Federal de anunciar un recorte adicional de la tasa de política. Una segunda discusión es la posibilidad de adoptar medidas menos convencionales, como la recompra de bonos de largo plazo. Respecto del Banco Central Europeo, recientemente se produjo una reducción de 50 puntos base de la tasa de política, rebaja esperada por el mercado, la cual se sustentó en una inflación efectiva bajo el 2% y las perspectivas de valores aún menores en el futuro, gracias a la deprimida actividad de la zona en su conjunto y la apreciación del euro durante el presente año.

Los mercados emergentes en general, y América Latina en particular, mostraron en mayo una evolución positiva. Se observó una menor volatilidad de los indicadores financieros, monedas apreciándose y *spreads* soberanos a la baja. Todo esto en línea con las mejores perspectivas que en la actualidad muestran algunas economías de la región, en especial Argentina y Brasil. Esto ha sido validado recientemente cuando *Fitch* mejoró el *outlook* de la deuda brasileña, desde estable a positivo.

Respecto de los flujos de capitales a economías emergentes, para el año 2003 se mantiene un panorama más favorable que en 2002, aunque con un grado de mayor cautela. Ello,



considerando el descenso que han registrado en las últimas semanas los indicadores de apetito por riesgo, así como las recientes proyecciones del *Institute of International Finance*. Estos indicadores, si bien mejoran el balance de riesgos con respecto a lo considerado en enero pasado, están en la actualidad sólo "balanceados". El hecho de que las economías emergentes compitan en la recepción de flujos de capitales con los *high yielders* de las economías desarrolladas, implica que, aún en un escenario de aumento del apetito por riesgo, es poco probable un cambio drástico en los flujos de capitales respecto de lo considerado en el escenario base del *Informe* de mayo.

II. Mercados financieros

Las tasas de los BCU mostraron hasta mediados de mayo una tendencia al alza, sustentada en expectativas más optimistas respecto de la economía y en la variación negativa de la inflación. No obstante, noticias sobre el Imacec de marzo y la actividad en abril desalentaron al mercado, provocando disminuciones de estas tasas de interés. Además, la fuerte disminución de las tasas de los bonos del tesoro americano en su nivel más bajo de los últimos 45 años, también cooperó en esta tendencia. Con todo, en la actualidad las tasas de los bonos de largo plazo están en niveles similares al promedio de abril: 2,7% el BCU-5; 3,75% el BCU-10; y 4,8% el BCU-20.

Las tasas de los documentos nominales de corto plazo (PDBC), se mantuvieron durante gran parte del mes en niveles por debajo de la tasa de política monetaria. Mientras, las tasas de los bonos nominales de mediano plazo (BCP) han permanecido estables en torno a 4% y 5,6%, a dos y cinco años plazo, respectivamente. Ello, pese a la alta volatilidad de las expectativas de inflación dada la evolución internacional del precio del petróleo y del tipo de cambio recientemente.

De acuerdo con la curva *forward*, el mercado esperaba un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base durante el tercer trimestre y de 50 puntos más a fines de 2003. En contraste, la encuesta de expectativas de junio indica que a diciembre de este año la tasa de política monetaria estará 25 puntos base por sobre su nivel actual.

Los instrumentos de renta fija privados exhiben comportamientos diferentes en sus tasas de interés, siendo las tasas de las letras de crédito las que han mostrado una mayor correlación con la de los BCU. En efecto, la TIR media de los bonos corporativos se sitúa en 5,5%, el menor nivel desde fines del año 2002. Las TIR media de las letras de crédito, en tanto, muestran un alza de más de 35 puntos base respecto del mínimo registrado los meses anteriores (5%). En las letras con tasa de emisión entre 4% y 6%, se produjo el mayor aumento (40 puntos base) con un promedio de 5,3%. Para las emisiones con tasas superiores a 6% el aumento fue de 15 puntos base, con una tasa que alcanza hasta 6,15%

Respecto de las tasas de interés de mercado, se observó durante mayo un aumento generalizado tanto en las captaciones como en las colocaciones (en las tasas en pesos se registraron aumentos de entre 30 y 70 puntos base, respectivamente). De la información por agente, se observó un mayor encarecimiento en los créditos de consumo (uno a tres años).

Los agregados monetarios de corto plazo presentaron en mayo una normalización de niveles, luego del inusual incremento de marzo (variaciones en doce meses de 10% para el circulante y 22% para el M1A). Es probable que estos niveles continúen disminuyendo en los meses siguientes en la medida que siga disipándose el efecto Corfo-Inverlink. El comportamiento de los agregados más amplios ha evidenciado una mayor preferencia por activos de renta fija, documentos del Banco Central de Chile y letras de crédito en contra de depósitos a plazo. En las AFP, por su parte, se distingue una mayor demanda por acciones y bonos (nacionales y extranjeros), tendencia que podría continuar debido a: 1) la importante recuperación de la Bolsa durante este año, la que estimularía el traspaso de los recursos de los cotizantes hacia los



fondos de renta variable (A y B); y 2) el reciente aumento de los límites de inversión de las AFP en el extranjero.

Las colocaciones totales en moneda nacional registraron en mayo la mayor variación mensual (1,7%) desde diciembre de 2000, consolidando de esta manera el dinamismo de los meses previos. En términos desagregados, persiste la positiva evolución de los créditos a personas, con tasas de crecimiento anual del orden de 17% y 13% para los préstamos de consumo y vivienda, respectivamente.

Tipo de cambio

En la primera quincena de mayo, el peso continuó con la apreciación de los meses anteriores (estuvo bajo los \$695 por dólar). Dicha tendencia —similar a la del real brasileño y del peso argentino— fue influenciada por la caída del precio internacional del petróleo, los mejores indicadores de riesgo de la región y mayores expectativas sobre el crecimiento interno. Sin embargo, hacia la segunda quincena, el peso comenzó a depreciarse, ubicándose en torno a \$710-\$720 por dólar. Este aumento del tipo de cambio se ha producido a pesar de los elevados niveles del precio del cobre, y está relacionado, en parte, con la trayectoria del real y del peso mexicano en lo más reciente.

Los precios de los contratos futuros y cotizaciones *Bloomberg* señalan para los próximos tres meses una estabilidad del peso en los niveles actuales y una depreciación del orden de 1% hacia fines de año. La encuesta de junio, por su parte, indica un tipo de cambio en niveles de \$710 por los próximos dos años.

Estimaciones a mayo del tipo de cambio real (TCR) acumulan en el año una depreciación del orden de 8%, destacando la pérdida de valor del peso respecto de las monedas de Brasil y Argentina. El TCR-5, por su parte, presenta una depreciación cercana a 7%, donde la moneda de mayor movimiento ha sido el euro, divisa con la cual la depreciación real bilateral es del orden de 14% durante el año.

El diferencial real de tasas de interés interna y externa se mantuvo estable durante mayo, indicando así que se mantienen expectativas de apreciación real menores que las anticipadas un tiempo atrás. En tanto, el diferencial nominal —obtenido entre el BCP-5 y el bono soberano que vence en 2009— señala expectativas de depreciación nominal mayores que las esperadas hace algunos meses, para el mediano plazo.

Bolsas

La actividad bursátil internacional durante mayo continuó con el dinamismo iniciado el mes anterior. El *Dow Jones* y *Nasdaq* crecieron en mayo 3,7% y 9%, respectivamente. Este crecimiento se transmitió también a los ADR latino y de Chile que aumentaron 3% en el mes.

En línea con la trayectoria de los mercados mundiales, el IPSA e IGPA medidos en dólares crecieron durante el mes 5% y 3,5%, respectivamente. El promedio de los montos diarios transados continuó con el ritmo observado los últimos días de abril, promediando en mayo alrededor de 27 mil millones de pesos, más de diez mil millones de pesos que en abril, lo que representó un crecimiento en doce meses del 100% y el mayor monto negociado desde diciembre de 2000.

Algunos factores que pueden estar detrás del favorable desempeño de las bolsas locales son la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos y la ampliación de los límites de inversión de las AFP en el exterior. Sin embargo, al igual que en los mercados desarrollados, la tendencia al alza de los índices bursátiles y la reducción de las tasas de interés de largo plazo conforman un cuadro macroeconómico algo ambivalente respecto del ritmo de crecimiento esperado de la actividad.



III. Actividad y empleo

La evolución reciente de los indicadores de actividad ha implicado una revisión a la baja en el crecimiento estimado para el Imacec de abril, el que pasó desde una estimación superior a 3% a 2,7% en la actualidad. Un dinamismo menor al esperado de la producción minera y de la actividad industrial explica este resultado. A nivel del segundo trimestre, la corrección a la baja fue bastante menor —alrededor de 0,1 punto porcentual— manteniéndose el crecimiento del PIB algo por sobre el 3%, con una expansión trimestre/trimestre del orden de 2,5%.

El bajo crecimiento en abril de la industria, (0,6% en doce meses) primordialmente respondió a factores de tipo coyuntural. En efecto, el sector productivo del azúcar —que pese a ponderar 2% dentro de la industria nacional— registró una baja de 88% en su producción. Esto se debió a que en abril pararon tres de sus plantas productivas (75% del total) por mantención y optimización, situación que no se espera se repita con esta magnitud en los meses venideros.

Para la demanda interna, las estimaciones continúan con un incremento anual del orden de 4% en el segundo trimestre, impulsado principalmente por las importaciones de bienes y servicios. Con esto se mantiene un crecimiento en tendencia de la misma, con un incremento trimestre/trimestre de 4,0%.

Demanda interna

Los indicadores de consumo de abril señalaron un panorama menos alentador en relación con los meses pasados, pues la mayoría mostró caídas en términos de tendencia, aunque manteniendo niveles elevados.

Los indicadores de consumo habitual, pese a las deficiencias de sus mediciones, indican un leve repunte en las ventas de supermercados. El indicador de ventas del sector del Instituto Nacional de Estadísticas sigue aumentando, aunque a menor velocidad, en tanto que el de la Asach luego de una brusca caída previa, muestra una leve recuperación en abril.

El consumo durable, en tanto, mostró una tendencia decreciente más marcada. Por un lado, las ventas de automóviles sufrieron una incipiente reversión, aunque con niveles por sobre los de mediados de 2002. Al mismo tiempo, las ventas de bienes durables informadas por la CNC también tuvieron una caída marginal en abril. Noticias algo más alentadoras se aprecian en la información de importaciones de bienes de consumo durable para abril, las que se expandieron 18% en doce meses (valor), tras caer en marzo algo más de 7%.

Las medidas indirectas de inventarios han seguido una trayectoria de mayor acumulación los últimos meses, lo que se refleja en la relación entre producción y ventas industriales, la que se mantiene creciente desde enero a la fecha. Las importaciones de bienes de consumo, luego de una caída en términos reales durante marzo, han mantenido un nivel relativamente estable entre abril y mayo, con precios que no muestran cambios de relevancia. Con ello, el nivel real de las internaciones de bienes de consumo se ubica por sobre el de 2002. Información de la FECU indica que en el primer trimestre de 2003, el global de las empresas consideradas incluyendo las del sector industrial, tuvieron un incremento en sus inventarios, en línea con la información previamente señalada.

Las expectativas de los agentes, a diferencia de los datos marginales del consumo, han continuado mejorando respecto de fines del primer trimestre. El índice ADIMARK de mayo retornó a los niveles de comienzos de año, previo al episodio Corfo-Inverlink y a la incertidumbre de la guerra. Cualitativamente se siguió observando un repunte importante en la percepción actual de la situación económica que aumentó seis puntos entre marzo y abril.



Los indicadores de inversión continúan mostrando en el margen un mayor dinamismo. Por el lado del componente de maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital habrían tenido un nuevo incremento (4,8% real en doce meses) en mayo (con datos a la tercera semana). A su vez, las ventas industriales de bienes de capital mostraron una recuperación en tendencia, validando una trayectoria creciente desde comienzos de 2003.

En el sector inmobiliario, la información de permisos de edificación de abril mostró un aumento en tendencia. Esto fue especialmente visible en el sector habitacional, indicando mejores perspectivas para la actividad y el empleo del sector construcción en los meses venideros. Respecto del comportamiento de las ventas de casas y departamentos, en abril se conjugaron menores ventas (-14,6%) con *stocks* constantes (-0,1% en doce meses), lo que significó un aumento en el número de meses necesarios para agotar *stocks*, los que pasan de 13,4 en marzo a 16 en abril. Aunque este proceso es común después de un período expansivo, como el observado en la segunda mitad del año anterior, la desaceleración actual ha sido más suave que las de ciclos anteriores.

Política Fiscal

Durante el primer trimestre de 2003, las cuentas fiscales fueron menos expansivas que durante el año 2002. El balance contable global fue de -0,3% del PIB acumulado en doce meses, menor al observado durante el mismo período de 2002 (-0,5% del PIB).

Este déficit fue el resultado tanto del crecimiento real anual de los ingresos totales —en especial los tributarios— como de la caída real anual de los gastos totales, fenómeno no observado desde 1990. El positivo comportamiento de los ingresos se debió a la trayectoria de los de operación (14,6% real anual) y de la recaudación tributaria (4,8%), los que compensaron los menores ingresos del cobre. El gasto total, en términos reales, registró una caída de 2,8% respecto de igual período del 2002. El gasto con efecto macroeconómico se redujo 5,8% en el mismo lapso. El comportamiento del gasto total fue explicado, principalmente, por la moderación de los gastos corrientes (en especial aquellos sin intereses de deuda) y por la importante reducción de los gastos de capital.

La inversión pública mostró una fuerte caída de 30% real en el primer trimestre respecto de igual período del año 2002.

Para los siguientes trimestres se espera un resultado global más negativo por: a) normalización del patrón estacional de la inversión pública y b) menores ingresos debido a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con Europa y menores transferencias de Codelco. Esto último debido a que, de acuerdo al Ministerio de Hacienda, existe una diferencia entre los costos unitarios y los niveles de ventas.

El recientemente anunciado paquete de medidas impositivas implicará una inyección de recursos adicionales en el curso de este año, que permitirá que el superávit estructural no se desvíe sustancialmente de la meta de 1%. Para el próximo año, en tanto, es clave la discusión presupuestaria, pero se mantiene como supuesto metodológico que se cumple esta meta de superávit estructural.

Sector externo

Las perspectivas para las exportaciones y las importaciones en el segundo trimestre de 2003 se mantienen sin cambios respecto de lo incorporado en el *Informe* de mayo. Se anticipa que el volumen total de los envíos crezca 2,3%, impulsado por un aumento de 13,9% en las agrícolas. Las industriales, en tanto, tendrían un aumento moderado (2,9%), mientras que las mineras presentan una pequeña caída de 1,2%.



Respecto de las importaciones de bienes se estima que crecerán en volumen 6,3% durante el segundo cuarto del año, aumento principalmente explicado por la expansión de la cantidad importada de bienes de consumo (17,5%), y en menor medida por las intermedias (4,9%) y las de capital (3,6%).

La información preliminar de mayo indica que las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.740 millones, lo que representa un aumento de 13,3% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, crecieron en 3,8% al anotar internaciones por US\$1.563 millones, con lo que el saldo comercial se situó en US\$288 millones, saldo que casi duplica al del mismo mes del año pasado.

Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en abril se observó una moderación en la trayectoria de crecimiento del mercado laboral. Si bien la ocupación se mantuvo en niveles históricamente altos, comenzó a mostrar una desaceleración en el margen. El número de personas ocupadas —descontando efectos estacionales— aumentó sólo en nueve mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, considerado como bajo luego de incrementos cercanos a treinta mil entre enero y marzo.

La tasa de desempleo mostró una leve alza en el margen (8,8% versus 8,7% en marzo) debido, principalmente, al crecimiento exhibido en la tasa de participación.

La evolución del empleo total ha sido consistente con la evolución del indicador líder de vacantes, que a partir de mediados del cuarto trimestre de 2002 ha mostrado un descenso, caída que ha continuado en mayo. Similar conclusión respecto de la ocupación total se deriva de la observación del indicador de empleo privado proveniente de la AChS, el que para marzo confirmó el menor dinamismo del sector, manteniendo su nivel prácticamente constante en lo que va del año.

Los sectores construcción, agricultura, servicios y comercio desaceleraron su crecimiento. Destaca la inusual expansión del empleo en el sector agrícola durante este año, respecto de lo verificado en años previos. El sector industrial, si bien registró el crecimiento en doce meses más alto en lo que va del año (3,3%), tendió a estabilizar su nivel con respecto al mes previo, registrando una variación mensual de alrededor de cuatro mil puestos de trabajo en términos desestacionalizados.

IV. Precios y costos

En mayo, el IPC tuvo una variación negativa de 0,4%, cifra en línea con las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes, y por debajo de las estimaciones del mercado. Los factores detrás de este resultado fueron la disminución en el precio de los combustibles y la rebaja en la tarifa de la locomoción colectiva y de otros servicios básicos. Este último elemento también determinó que la inflación subyacente (IPCX) cayera 0,1% en el mes. A su vez, el IPCX1, que elimina estos factores, aumentó 0,2% en mayo. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 3,5%, mientras que el del IPCX se ubicó en 2,8% y el del IPCX1 en 2,6%.

El resultado del IPCX1 en mayo muestra que efectivamente el incremento de abril fue transitorio. Esto se ve confirmado en que la aceleración observada en la inflación mensual del IPCX1 y del IPCX2 en el trimestre marzo-mayo no se ha reflejado en un incremento similar de la mediana de la distribución de las inflaciones mensuales contenidas en el IPCX1. De hecho, esta mediana se ubica en niveles similares a los de años anteriores.

Información del primer trimestre para las FECU indica una desaceleración de los márgenes, luego de un incremento que se había sostenido desde mediados de 2001. Así, pese al mejor desempeño de los indicadores de consumo en el segundo semestre de 2002 y primer trimestre



de este año, este indicador de márgenes no ha mostrado un aumento. Esto es relevante toda vez que da señales respecto de que el nivel actual de los márgenes podría ser más permanente en el tiempo.

En abril, el crecimiento de las remuneraciones nominales siguió una tendencia a la baja, aunque menor a la de los meses previos, con variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, de 3,9% y 3,8%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y los crecientes niveles de inflación registrados durante el último cuarto de 2002.

El comportamiento de los salarios, sumado al menor dinamismo de la productividad, confirmaron la trayectoria de los costos laborales unitarios anticipada en el *Informe* de mayo, comenzando a mostrar una aceleración gradual en lo más reciente.

A lo largo de mayo y comienzos de junio, las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, tuvo un comportamiento volátil. No obstante, su nivel actual es similar al existente a fines de abril. Así, para dos y cinco años plazo, el diferencial entre las tasas nominales y reales se ubica en 2,5% y 2,7%, respectivamente. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 2,9% para un año plazo y de 3,0% para dos años, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

Perspectivas de corto plazo para la inflación

Estimaciones iniciales indican que en junio el IPC nuevamente tendría una variación mensual negativa, esta vez del orden de 0,1%. La principal explicación a este resultado es el rezago de la caída en la tarifa de la locomoción colectiva en mayo, que se une a descensos en el costo de algunos servicios básicos dado el IPM negativo de mayo. No se espera que los restantes precios tengan movimientos significativos, aunque los valores de los combustibles tendrían un alza hacia mediados de mes en línea con un escenario para el precio del petróleo por encima del considerado previamente. Con esto, el segundo trimestre del año finalizaría con un incremento anual de 3,5% en el IPC.

El tercer trimestre se caracterizaría por un rápido descenso de la inflación anual del IPC, la que a fines de septiembre estaría cercana a 2,4%. La no repetición de las altas inflaciones de igual período de 2002 (1,7 puntos porcentuales entre julio y septiembre de 2002, principalmente por aumentos de los combustibles, locomoción colectiva y perecibles) llevaría a este resultado (tabla 4).

Tabla 4: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	micros
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
2003 May	3.5	2.8	2.6	-0.4	-0.1	0.2	27.0	704	- \$40
Jun	3.5	2.6	2.7	-0.1	-0.3	0.1	25.8	715	
Jul	3.0	2.5	2.7	-0.1	0.0	0.1	25.0	710	
Ago	2.8	2.5	2.9	0.2	0.2	0.2	25.0	705	
Sep	2.4	2.5	3.0	0.4	0.3	0.3	25.0	700	
Oct	1.9	2.4	2.9	0.4	0.2	0.2	25.0	700	

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento anual del IPCX permanecería en niveles del orden de 2,5% entre fines del segundo y tercer trimestre. Esta trayectoria es consistente con una senda de aceleración del IPCX1 similar a la prevista en el Informe de Política Monetaria de mayo. Aún no hay antecedentes para modificar esta senda, dado que la información más coyuntural no indica cambios sustanciales respecto de la trayectoria efectiva de la inflación en



el corto plazo con relación a lo previsto, lo que se ve afirmado por proyecciones auxiliares mediante métodos estadísticos.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Vicepresidente señor Marshall señala que tiene dudas respecto al panorama internacional. Al leer la prensa le queda una sensación subjetiva al ver que el cuadro internacional se ha deteriorado en las principales economías del mundo y eso no está reflejado en la evaluación, o sea, dice, aquí se mantiene la visión de que la economía internacional sigue igual a lo que se indicó en el Informe de Política Monetaria y no hay cambios globales. En cambio, cuando ha tenido contacto con personas que han participado en meetings, reuniones, contactos a nivel de empresas, planes de inversión, etc., tiene la sensación subjetiva de que el balance es más incierto y de menor impulso. Por lo tanto, consulta si alguien de los presentes se atreve a hacer un análisis más subjetivo de datos un poco más sueltos sobre el ambiente internacional.

El señor Ministro de Hacienda tiende a pensar que, de acuerdo a la lectura que hace frecuentemente al Financial Time, Economist y al New York Times, la cantidad de artículos que han salido sobre la deflación, claramente ha ido subiendo. Esa es su sensación, señalando que puede ser un buen indicador de que el nivel de incertidumbre ha crecido.

El Presidente manifiesta que en el caso de Europa la situación está peor que hace dos meses atrás: Alemania tiene un desempleo récord, está prácticamente estancada y con un riesgo de que esto dure mucho más tiempo. En el caso de Asia emergente, peor que hace dos o tres meses atrás. En relación con Estados Unidos, sólo existe la incertidumbre con respecto a la recuperación, pero algunos indicadores recientes que son indicadores anticipados, como por ejemplo el ISM que es la encuesta del Sapag Manager, muestran que el sector servicios saltó casi a 55, lo que significa que el sector servicio en los próximos meses se va a expandir del orden de 3% a 4% y este sector es el 60% de la economía. Por consiguiente, en Estados Unidos no se ha llegado al objetivo, el ISM saltó, el sector manufacturero ya llegó a 50 y el sector servicio a los 54,5. Al mismo tiempo, hay un salto importante en la confianza de los consumidores. La gran incertidumbre en Estados Unidos sigue siendo cuándo irá a ser la recuperación, o sea, todo es expansivo de aquí para adelante y si hay que agregar algo más, en la próxima reunión de la Reserva Federal habrá una baja de tasa que va a ser de 0,25% a 0,50%, y la única incertidumbre grande que hay en Estados Unidos es si mañana esta corrección anticipada que han tenido las bolsas al alza, que están anticipando la recuperación, si se posterga la recuperación las bolsas puedan tener otra corrección, pero lo anticipado de las bolsas no es solamente que la actividad económica se ha recuperado, están creciendo las utilidades de las empresas de este trimestre dos dígitos, 12% y 13%, en relación al mismo trimestre del año anterior y si se observa la tasa instantánea con crecimiento muy fuerte en las utilidades de las empresas, significa que han hecho un gran ajuste y hoy día están mostrando grandes utilidades.

El Consejero señor De Gregorio se refiere a un par de elementos que cree son importantes. Señala que, tal vez, el mejor indicador es que hace dos o tres meses atrás ya no se esperaban futuras reducciones de la tasa de política monetaria en Estados Unidos y ahora se esperan en forma masiva. Puede que la bajen o no, pero eso da una percepción de hacia dónde va la economía. Con las tasas largas ha pasado exactamente lo mismo. Esto de alguna u otra manera refleja la reacción de política, porque hasta cierto punto toma en cuenta eso y le da cierto mayor dinamismo o menor freno a lo que se está previendo para el futuro.

Agrega el señor De Gregorio que desde hace bastante tiempo hay incertidumbre y es relativamente pesimista, porque este año es poco lo que se puede corregir, y que se



pueda estar entre 3% y 2%, cree que no hay grandes diferencias. Su pregunta es, el año 2004, donde el consenso es relativamente más optimista, donde se está más cerca del 3,5%, donde se puede tener novedades de crecimiento, que se repita un dos y tanto por ciento, lo cual puede ser bastante más complicado.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que, en lo sustancial y tal como está reflejado en el Informe, los cambios que han habido en el escenario internacional no son muy significativos en el área de actividad en el último tiempo. Hay claramente elementos positivos que se mantienen, como son la resolución de la incertidumbre después del fin de la guerra de Irak, la política monetaria expansiva y la política fiscal expansiva. Ahora se han tenido algunas señales adicionales como son los precios de los mercados accionarios que han ido al alza.

Contra eso, también han habido señales negativas por el lado financiero. El precio de los bonos ha subido, reflejando expectativas de eventual deflación originada por comentarios de la Reserva Federal, en un contexto de indicadores de actividad mixtos.

Señala el señor Jadresic que el gran punto de interrogación tiene que ver con que todas las proyecciones que se están usando hoy día -lo que dice el Consensus Forecast y los bancos de inversión que no han cambiado significativamente en el último tiempo- suponen que hay una recuperación importante en los niveles de crecimiento a partir del próximo trimestre. Ocurre que falta muy poco para el próximo trimestre, por lo tanto, hay algún nerviosismo porque no se está viendo todavía, en los datos, algo concreto que sostenga esa proyección, que es la que está compartida por los analistas de los bancos de inversión y de los centros de proyección. Durante las próximas semanas podría haber antecedentes que ayudarán a dilucidar si eso sucede o no.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, señala que, en general, si se conversa con los analistas, existe un relativo optimismo respecto a Estados Unidos, en particular, porque se apuesta a un efecto del impulso fiscal, al menos, desde el punto de vista de la demanda interna. De hecho, no han habido revisiones respecto al crecimiento de Estados Unidos, lo cual revela que hasta hoy día no existe una percepción más negativa de la que había hace uno o dos meses atrás.

Respecto a Europa, efectivamente hoy existen las mayores dudas, sin embargo, la sensación del Banco Central Europeo al respecto es que hoy día los riesgos están balanceados después del recorte de su tasa de política, es decir, también hay alguna apuesta positiva respecto a cuál podría ser el efecto que pueda tener la política monetaria en Europa.

En relación con Asia, han habido algunas revisiones hacia la baja, pero en términos globales son más bien de carácter menor. En resumen, no hay un cambio significativo respecto a lo que se preveía hace un mes atrás con excepción de Europa, en donde se ve lejana una recuperación. Podría ayudar, sin embargo, el impulso monetario que decretó el Banco Central Europeo la semana pasada.

El Ministro de Hacienda señala que la forma en que ha leído el sentimiento del mercado es que hay consenso de que este año va a ser peor de lo que se esperaba, y disenso respecto a que la mayoría dice: así como va a ser peor éste, probablemente estamos revisando para arriba lo otro.

Según el Presidente, la encuesta del Economist dice algo sobre eso, agregando que hasta ahora aquí se usa la información del mercado y la encuesta del Consensus Forecast, no teniendo ninguna otra evidencia para discrepar de estas proyecciones, especialmente porque existe una bajísima tasa de interés en Estados Unidos, una gran expansión fiscal, los aumentos de productividad siguen porque se revisaron al alza en los Estados Unidos, la Bolsa va hacia arriba, el aumento de utilidades de las empresas, etc.



A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que, aunque en el escenario más probable habría que aumentar la tasa de política monetaria en los próximos trimestres, era aún prematuro iniciar ese proceso.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de mayo estuvo en línea con lo esperado, mientras que la inflación IPCX1 estuvo marginalmente por debajo de lo proyectado. Ello valida la idea de que la aceleración de la tendencia subyacente observada el mes anterior tuvo un componente transitorio. Además, pone una nota de cautela respecto del nivel de compresión efectiva que tienen los márgenes, duda que también se apoya en la evolución que han tenido los márgenes medidos a través de Fecus (datos provisorios).
 - * Por el lado real, los indicadores de abril mostraron un panorama algo menos dinámico que el esperado, especialmente en el sector industrial y en el empleo. Por ahora, se estima que estas señales de debilidad son puntuales y no modifican el panorama descrito en el *Informe* de mayo. Las cifras de comercio exterior de mayo validan esta presunción, aunque la incertidumbre es algo mayor que en el mes pasado.
 - * Los indicadores financieros y reales sobre la economía mundial han sido mixtos. Persisten, por lo tanto, los riesgos de que no se materialice el esperado aumento en el crecimiento durante el segundo semestre, particularmente en Estados Unidos.
 - * El precio del petróleo se ha mantenido por encima de las proyecciones contenidas en el último *Informe*, lo que ha llevado a suponer que la convergencia a los niveles de US\$ 23 se dará entrado el año 2004. Esto modifica la trayectoria de la inflación en el corto plazo, pero no tiene consecuencias importantes para el escenario de mediano plazo.
3. A la luz de estas noticias y al conjunto de antecedentes revisados en la minuta de política monetaria preparada para esta reunión, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son las mismas de reuniones previas: (i) mantener la tasa de interés en su nivel actual o (ii) aumentarla, posiblemente en un monto acotado, por ejemplo 25 puntos base.
4. El principal argumento para descartar un recorte de la tasa de política monetaria es que, dado el impulso actual que tiene la política monetaria y el escenario central de proyección, el cual no ha variado fundamentalmente respecto de la reunión anterior, se considera altamente improbable que la inflación se desvíe por debajo de 3% de manera persistente en el horizonte habitual de proyección.
5. El principal argumento detrás de la opción de una pequeña alza en la tasa de interés, que modere el acentuado impulso monetario actual, es adelantar un ciclo que ocurrirá con una alta probabilidad durante los próximos meses. Iniciar oportunamente la normalización de la política monetaria podría evitar desviaciones de la inflación de la meta de 3% o la necesidad de ajustes de política posteriores más enérgicos. Ésta sería una opción pertinente además para consolidar expectativas de inflación a todos los plazos en torno a 3%. En efecto, más allá de las consecuencias del cambio en la trayectoria en el precio del petróleo, que afecta especialmente la inflación en el próximo par de trimestres, se mantiene la perspectiva de una gradual aceleración de las tendencias más subyacentes en el transcurso de 2004 por sobre 3%, en línea con las mayores presiones de costos previstas. De hecho, la inflación importada en dólares se mantiene elevada sin cambios de



- importancia en el TCR en lo más reciente y se está verificando el esperado aumento de costos laborales unitarios. Aunque este cuadro podría verse mitigado por márgenes permanentemente menores a los considerados en el escenario base, cabe mencionar que las proyecciones ya incluyen la hipótesis de que la compresión de márgenes es menos profunda que lo que muestran las mediciones teóricas.
6. Sin embargo, también se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria. Como se ha discutido en otras reuniones, existen riesgos de iniciar muy tempranamente el proceso de normalización de la política monetaria. En particular, dada la situación por la que atraviesa Estados Unidos, no se puede descartar que, luego de un alza, no se vuelva a aumentar la tasa de política monetaria en varios meses, o incluso sea necesaria una reversión, con los consiguientes costos de credibilidad. Algo similar sucede con el desempeño de la economía doméstica, en particular respecto de las posibilidades de que el crecimiento económico continúe acelerándose y provoque el esperado cierre de brechas.
 7. Por otro lado, a pesar de los vaivenes asociados a los movimientos en el precio del petróleo y de los bienes perecibles, las perspectivas inflacionarias se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección. En este sentido, cabe mencionar que ninguna de las noticias más relevantes del mes apunta a que esté aumentado la probabilidad de que la inflación se aleje de manera sistemática de 3%. Como se mencionó, la inflación subyacente fue menor que en meses pasados y las cifras de actividad no dan muestras de que la tasa de crecimiento esté aumentando por sobre lo considerado un mes atrás.
 8. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que en esta ocasión el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés. Aunque se mantienen opiniones bastante generalizadas en cuanto a que en un horizonte de un semestre se daría inicio a un ciclo de alzas de tasas, este ciclo es algo menos acentuado que el esperado el mes pasado. Asimismo, cabe mencionar que en esta oportunidad el público espera un Imacec para abril unas décimas por encima de la estimación preliminar del Banco Central, lo que podría dificultar una correcta comprensión de un eventual movimiento de tasas.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, confirmando lo que dijo el Ministro de Hacienda respecto de lo álgido del tema de los peligros de la deflación, señala que en la conferencia sobre metas de inflación realizada por el Banco Central de la República Argentina, efectuada en Buenos Aires la semana pasada, Ken Rogoff presentó un trabajo sobre los riesgos de deflación mundial. La conclusión principal del estudio es que a nivel global no hay un riesgo importante de deflación, pero sí en algunos países específicos, por ejemplo en Alemania, este riesgo es mayor.

Respecto del análisis de coyuntura y opciones de política, y a diferencia de algunas opiniones anteriores, cree que han habido bastantes novedades respecto del mes pasado. Hay cuatro fuentes de mayores presiones de costo: un aumento del precio del petróleo, un aumento del tipo de cambio nominal en aproximadamente diez pesos, un aumento de la inflación externa relevante para Chile y mayores presiones salariales. Sin embargo, estas presiones de costos se ven aproximadamente compensadas por menores presiones de demanda, reflejadas en una disminución del crecimiento del PIB y del gasto en el segundo trimestre de 2003. Además el mercado está proyectando un crecimiento del país de 4,2% para el año 2004, que está tres décimas por debajo de nuestra proyección. También la economía mundial está más débil, lo que se vio reflejado en las reducciones -no anticipadas hace un mes- de las tasas de política monetaria en Estados Unidos y Europa. Para el mediano y largo plazo, en cambio, las novedades para el crecimiento del país son positivas. A diferencia de la opinión de Sebastián Edwards, quien estimó efectos nulos del Tratado de Libre Comercio con Estados



Unidos para el crecimiento de Chile, estima que cabe anticipar mayores tasas de crecimiento potencial y efectivo, lo que, sin embargo, no tiene mayores consecuencias para la política monetaria. Sin embargo, las mejores perspectivas de mediano plazo ya pueden estar manifestándose en dos indicadores financieros claves, que descuentan los efectos favorables del Tratado de Libre Comercio. Primero, los incrementos en los precios de las acciones -que aparentemente han subido más en Chile que en otras economías durante las últimas tres semanas- y, segundo, las mayores caídas relativas del spread soberano chileno.

En resumen, lo que se ve en Chile es un atraso de la recuperación respecto a las proyecciones de hace un mes atrás, que puede ser moderadamente significativo. Se está anticipando un panorama en el cual el crecimiento para este año está cada vez más cerca del 3% que del 3,5% del IPOM de mayo, y un crecimiento el próximo año eventual que también podría estar más cerca del 4% que del 4,5%, aunque para plazos mayores se anticipe un mayor crecimiento efectivo y potencial.

A la luz de lo anterior, y considerando el objetivo de inflación centrado en un horizonte entre 12 y 24 meses en adelante, el señor Schmidt-Hebbel señala que las novedades y los riesgos están balanceados. Por lo tanto, estima que la opción de mantener la tasa de interés de política monetaria es la más adecuada en estas circunstancias.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que no hay mucho que agregar al análisis realizado por la División Estudios y a la discusión que se ha sostenido.

Su interpretación de lo discutido es que el escenario macroeconómico global no ha variado sustancialmente desde la última reunión de política monetaria o del escenario del IPOM de mayo. Señala que si hay que destacar algún cambio es que se han afianzado las expectativas de una inflación acotada dentro del rango meta en el horizonte de proyección, y en plazos más cortos la evidencia es de una inflación moviéndose hacia la parte baja del rango meta.

Desde el punto de vista de la actividad, se siguen observando indicadores que muestran un grado de recuperación pausada, aunque en el margen se observan cifras algo menos dinámicas de lo que se preveía el mes pasado. Sin embargo, la incertidumbre externa, en particular los riesgos de menor dinamismo de la economía mundial, han aumentado levemente a pesar de una fuerte expansión fiscal en Estados Unidos, que revierte un superávit hace un par de años atrás de 2% del PIB a un déficit cercano a 4% del PIB, pero de dudosa efectividad como las cifras recientes de actividad lo revelan. Sin embargo, la resultante debilidad del dólar puede provocar cierto alivio de materializarse un escenario externo más débil.

Todo lo anterior recomendarían mantener la tasa de política monetaria, lo que se ve reforzado por la inflación negativa observada en mayo y las perspectivas de inflación negativa en junio y julio.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que su duda es de qué manera se deben recoger las señales de mayor debilidad en el escenario externo y en el margen en el escenario interno. Si se debieran recoger o se debiera seguir la noción de que en el global se mantiene el mismo escenario.

Respecto de la tasa, comparte el análisis que se ha hecho en el sentido que cree que en estos momentos se debiera mantener la tasa, pero tiene su duda. Principalmente eso es para el comunicado, o sea, de qué manera se da cuenta de eso o simplemente se dice que el escenario sigue siendo el mismo.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que, estando de acuerdo con lo que se ha discutido, le parece demasiado abrupto el descartar completamente un tercer escenario. No



creo que la evidencia aquí discutida permita todavía la apertura de un tercer escenario, pero le hubiera gustado algo más de justificación de por qué todavía no se está en condiciones de abrir siquiera ese escenario (de bajar la tasa).

El Presidente señala que una probabilidad de baja sería por el hecho de que las decisiones y las proyecciones de inflación se basan para los próximos 12 y 24 meses, y en los próximos 12 y 24 meses la inflación se va de 3% hacia arriba con varios modelos alternativos. Dado que la política monetaria actúa con un rezago de un año, creo que se tiene un riesgo acotado de que la inflación se vaya de 3% hacia arriba. Si se tuviera una proyección de que hay un riesgo grande que se vaya de 3% hacia abajo, se estaría dando una ponderación mucho más grande al tercer escenario.

El señor Eyzaguirre aclara que es simplemente un matiz hiper sutil porque no existe la sensación que los dos elementos de novedad sean persistentes: ni que el IPCX1 se haya ido un poco más para abajo, ni que la economía mundial esté en una fase de cambio hacia abajo persistente. Por eso, creo que no se abre un tercer escenario todavía. Solamente le hubiera gustado algo más de comentarios al respecto.

El Consejero señor De Gregorio, refiriéndose al último punto que acaba de decir el Ministro, señala que estas son reuniones mensuales de política monetaria. La baja de tasas es algo que no se puede descartar que ocurra en el futuro, en especial si las cifras revelaran mayor debilidad. Lo que ocurre es, que en la coyuntura actual, en particular la que se enfrenta en esta reunión, no le parece que sea una opción relevante. Reitera que no es descartable esta medida en el futuro, aunque de acuerdo a las proyecciones del staff se ve como improbable.

El Consejero señor Desormeaux coincide con la visión que se ha dado aquí, expresando que hace un mes atrás había una visión bastante optimista y que era aún más optimista en el sector privado respecto de las perspectivas futuras de la actividad, y hoy día existe un escenario central que no ha cambiado en lo sustancial pero con un debilitamiento en el margen. Existe también un IPC subyacente que ha revertido una tendencia al alza que preocupó el mes anterior, y eso lleva a que efectivamente haya una preocupación por el hecho de que este debilitamiento se pueda agravar en los meses siguientes.

Señala que no es lo más probable, pero ese riesgo que plantea el Ministro existe y dado ello, creo que el Banco Central lo mejor que puede hacer, hoy día, es esperar a tener más información en lugar de comprometerse tempranamente con un ajuste que probablemente va a ser necesario en los meses siguientes, pero que hoy día resta una opción tempranamente a comprometerse en un camino de reducir el estímulo monetario. Piensa que hoy día, dada la incertidumbre que hay y dado que no hay urgencias en ajustar la tasa, lo mejor es esperar.

La Consejera señora Ovalle manifiesta que los antecedentes presentados en esta reunión no muestran grandes cambios para la economía respecto a los discutidos en mayo, pero hay -como señaló el Consejero Desormeaux- un debilitamiento en el margen especialmente por la persistencia de focos de incertidumbre en las economías de Estados Unidos y Europa.

En el plano interno, los nuevos antecedentes acumulados muestran cifras positivas en algunos indicadores de consumo, especialmente colocaciones hipotecarias y de consumo. No obstante, el mercado inmobiliario muestra menor dinamismo, al igual que la creación de empleo. Las expectativas de inflación, medidas por la Encuesta de Expectativas del Banco Central, reflejan que éstas se mantienen focalizadas en 3% en el mediano plazo, e incluso para el corto plazo han disminuido, y no se esperan cambios en la tasa de política monetaria hasta diciembre de este año.



En un panorama en que nuestras proyecciones de inflación de corto plazo están más cerca del 2% y las de mediano plazo apuntan a 3%, junto con signos de una recuperación sólida pero moderada, cree que no es conveniente modificar, en esta ocasión, la tasa. Es importante tomar en cuenta que un eventual aumento de la tasa de política monetaria constituye un cambio de signo que debería ser persistente, por lo que se debe tener especial cuidado con comenzar a tender a una tasa de política monetaria más neutral antes de tiempo. Cree que en este momento los antecedentes disponibles no justifican dar ese paso, por lo que la opción de mantener y esperar es más válida en virtud de las incertidumbres existentes y de las expectativas de inflación del mercado, tanto para el corto como para el mediano plazo. Asimismo, cree que la idea de que un aumento de la tasa podría propiciar adelantar decisiones de inversión y consumo, es difícil de anticipar. Además, los escenarios que se manejan para la inflación no justifican, en este momento, iniciar un proceso de normalización o de mayor neutralidad en la tasa. Adicionalmente, los índices de inflación que se esperan para los próximos meses permiten ganar tiempo para evaluar la marcha de la economía y actuar conforme a ello, toda vez que las expectativas permanecen ancladas. Por todas estas razones está por mantener la tasa.

El Presidente manifiesta que en la reunión del mes pasado, había dos preocupaciones cuando observaban hacia delante. Una preocupación era la velocidad que estaba tomando la recuperación, lo que iba a llevar a una recuperación de los márgenes a niveles más normales. Estaba la lectura de la inflación del mes que era preocupante y con una inflación subyacente 0,6% una inflación sucia por encima, entonces había una luz amarilla, pero se pensaba que alguno de estos factores iban a ser mitigados por la apreciación que había tenido en ese momento nuestra moneda, los precios del petróleo hacia abajo, entonces, se quería tener más observación antes de tomar una decisión. Hoy existen los achicamientos de márgenes que se pensaba que se estaban trasladando a la inflación subyacente y han desaparecido. Se pasó de la inflación subyacente 0,6% a -0,1%. Al mismo tiempo, la gran preocupación que a medida que tomaba fuerza la economía no solamente los márgenes iban a molestar sino que se achicaba muy rápido la brecha entre producto y producto potencial nos iba a pegar también a la inflación. Ahora se ha visto que en el margen se ha desacelerado la fuerza de la recuperación, se sigue recuperando pero la derivada es menor ahora que la que venía antes. Eso le hace pensar que las dos lecturas son favorables para seguir esperando en el sentido que el achicamiento de márgenes que se veía no está y el alza de la inflación subyacente fue sólo temporal. Por lo anterior, cree que si el mes pasado se decidió esperar, piensa que ahora existe mucho más razón para decidir esperar, por lo tanto, está a favor de mantener la tasa y seguir observando dadas las incertidumbres presentes.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

49-01-030610 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre.



V. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

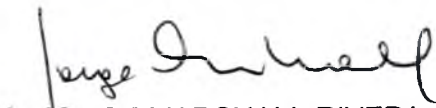
En el ámbito interno, algunos de los datos más recientes sobre la marcha de la economía en abril han sido más débiles que lo esperado. Por ahora ello se considera como un fenómeno puntual y no modifica las perspectivas de que la economía se encuentra en una fase de mayor crecimiento, apoyada por el marcado estímulo monetario actual. No obstante, persisten dudas respecto de la dinámica que tome el crecimiento mundial, especialmente en los países desarrollados.

La información de precios más reciente sugiere que el aumento observado en la inflación subyacente desde comienzos de año se está moderando, mientras que la inflación ha retornado al rango meta. Ambos desarrollos han estado dentro de los márgenes previstos.

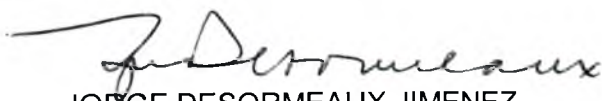
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 18,10 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)