



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 50
Celebrada el 10 de julio de 2003

En Santiago de Chile, a 10 de julio 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 y señor José De Gregorio Rebeco.

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, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
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 Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada 10 de junio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada el 10 de junio de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada el 10 de junio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 49, celebrada el 10 de junio de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2004, para el día 8 de ese mes.



IV. Exposición.

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

Síntesis del mes

Las noticias ocurridas desde la reunión de política monetaria de junio llevan a estimar que, a pesar del buen comportamiento que aún muestra el mercado laboral, la desaceleración de la actividad en el segundo trimestre fue mayor que la prevista, especialmente en el sector industrial. Los indicadores parciales de gasto, en tanto, han mostrado comportamientos mixtos. Por su parte, el escenario de crecimiento mundial más sostenido a partir del segundo semestre se mantiene, gracias a indicadores coyunturales algo más positivos en Estados Unidos. Por el lado de la inflación, más allá de los pronunciados vaivenes mensuales que ha mostrado la inflación del IPC, la inflación anual del IPCX1 se ha acercado al 3%, quizás ligeramente más rápido que lo previsto. Las noticias han venido básicamente de la clarificación del paquete impositivo y de un incremento levemente mayor de la inflación subyacente, con lo que se espera que la inflación anual del IPC alcance 3,1% en diciembre. El incremento en la tasa del IVA contribuye en cuatro décimas a esta última cifra.

Aunque persiste la incertidumbre en el entorno internacional, las cifras más recientes sobre la marcha de la economía de Estados Unidos indican un ritmo de crecimiento menos incierto, lo que se aprecia en la estabilización del sector industrial y la recuperación de las expectativas de los hogares. La reducción de 25 puntos base por parte de la Reserva Federal dio cuenta de una visión que considera que el impulso macroeconómico ya existente debería ser suficiente para empujar, junto con el crecimiento de la productividad, el crecimiento de la actividad y del gasto a partir del segundo semestre. En la zona euro, en tanto, persisten las señales de debilidad, mientras en Asia el impacto del Síndrome Agudo Respiratorio Severo (SARS) sobre el crecimiento se ha disipado. Los precios de los *commodities* siguen mostrando una recuperación moderada de los términos del intercambio. Las noticias más relevantes en este sentido son el incremento en la proyección del precio del petróleo hasta US\$27 por barril para este año, siendo aún prematuro elevar las perspectivas para la inflación importada, debido a la sostenida deflación medida por los índices de valor unitario de importaciones de bienes de consumo.

Los mercados financieros internacionales han tendido a validar la pronta recuperación de la actividad global desde la última reunión de política monetaria. Los principales indicadores bursátiles se mantienen en niveles elevados, mientras las tasas de los bonos de largo plazo de las principales economías se han incrementado. Los *spreads* soberanos de economías emergentes, y los de activos riesgosos en general, continúan en una senda de reducción, lo que también se ha apreciado en el buen acceso al mercado de corporaciones chilenas. Sin embargo, este mejor panorama no se ha reflejado aún en flujos de capitales netos a la región o a Chile, y de hecho la probabilidad de un escenario de entradas relevantes se ha tendido a disipar.

En Chile, las tasas de interés de largo plazo han estado relativamente ajenas a los vaivenes de la economía global, reflejando principalmente un incremento de la inflación esperada a diversos horizontes, en torno a 20-30 puntos base desde la última reunión de política monetaria, hasta 3,0% en días recientes. Este incremento probablemente se asocia con la trayectoria al alza que ha mostrado el precio del petróleo en las últimas semanas, además de reflejar el probable impacto del incremento del IVA en el curso de los próximos meses. En el mercado cambiario se ha visto una apreciación del peso, en términos tanto reales como nominales, desde mediados de junio, la que de acuerdo a los diferenciales de tasas de interés responde a variables fundamentales de equilibrio, por ejemplo, la estabilidad de las condiciones financieras externas y los menores riesgos en el panorama de crecimiento mundial.

Con todo, los mercados financieros locales no parecen haber percibido completamente el cambio en la estimación de crecimiento de la actividad para el segundo trimestre. En particular,



el desempeño del sector industrial fue bastante negativo en mayo, por una desaceleración de los sectores transables —tanto exportadores como sustituidores de importaciones— que ha sido superior a la prevista un mes atrás. Con esto, se estima que el PIB alcanzó un crecimiento de 2,8% en el segundo trimestre, prácticamente medio punto por debajo de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Aún se prevé que esta desaceleración será relativamente transitoria, proyectándose un crecimiento de la actividad del orden de 3,5% para el tercer trimestre. La demanda interna sigue mostrando signos de dinamismo, con un freno a las caídas en las ventas de durables y de viviendas y un repunte en la inversión en maquinaria y equipos. Así, y a pesar del deterioro reciente de las expectativas todavía no se acumulan antecedentes suficientes como para modificar la proyección de crecimiento agregado para este año y el próximo. La conjunción de las medidas fiscales de reducción de gastos y aumento de impuestos permiten alcanzar la meta de superávit estructural para este año. Para el panorama del año 2004 será relevante la persistencia de la menor recaudación más allá del efecto de las desgravaciones arancelarias.

El mercado laboral ha continuado mostrando altas tasas de creación neta de empleo, en vez de la desaceleración que se preveía en la última reunión de política monetaria. De todas formas, esta creación de empleo parece ser algo precaria, lo que se puede deducir del importante incremento del empleo por cuenta propia y la disminución sostenida del número de vacantes. Esto permite afirmar el escenario de crecimiento económico con una mayor contribución del trabajo y con estabilidad en la productividad media, incidiendo en una aceleración de los costos laborales unitarios medidos —aunque no necesariamente los efectivos— algo mayor que la prevista. Este último fenómeno se ha visto parcialmente mitigado por el débil incremento de las remuneraciones nominales.

La dinámica inflacionaria de corto plazo ha continuado bastante en línea con lo previsto en el *Informe* de mayo, aunque con algunas sorpresas en algunos componentes más subyacentes. El elemento más novedoso en el panorama inflacionario del segundo semestre es la cuantificación del impacto probable del IVA, el que se estima en tres décimas en octubre —esperándose entonces para ese mes una inflación mensual de 0,6%— y una décima adicional repartida en los meses siguientes. Con ello, la inflación del IPC y del IPCX1 probablemente se ubique algo por sobre 3% y en torno a 4% en diciembre, respectivamente, en torno a medio punto por encima de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Como en principio el impacto inflacionario de esta medida será sólo transitorio, se requiere analizar la tendencia inflacionaria limpia del efecto de los impuestos para el diagnóstico de la política monetaria, tal como lo hace un grupo relevante de Bancos Centrales que siguen metas de inflación. En este sentido, se estima que la inflación anual del IPC, neta de la incidencia del incremento del IVA, alcanzará a 2,7% a diciembre. La desgravación arancelaria con Estados Unidos aportará alrededor de una décima de menor inflación promedio en el curso del año 2004.

No se espera que las noticias del último mes sean suficientes para modificar por ahora las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, mientras que los escenarios de riesgo tienen implicancias diversas. Por una parte, de persistir de manera relevante la debilidad reciente de la actividad se reducirán las presiones inflacionarias hacia el año 2004 y el año 2005. Por otra parte, el incremento de los costos laborales unitarios ha sido algo superior al previsto. Finalmente, el impacto efectivo del incremento del IVA deberá evaluarse en los próximos meses ya que las observaciones de inflación efectiva permitirán afinar las estimaciones. Las expectativas privadas, en todo caso, siguen ubicándose en torno al centro del rango meta, a pesar de los incrementos recientes.

I. Escenario internacional

Las proyecciones centrales de crecimiento mundial se han mantenido relativamente estables respecto de mayo. Si bien la mayor parte de los países industrializados pasó por un segundo trimestre muy débil, para la segunda mitad del año se prevé que el mundo tomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos. Contribuyen a este escenario las políticas monetarias expansivas aplicadas a lo largo del año, la agresiva política fiscal de Estados Unidos, la desaparición de la incertidumbre que significó el conflicto bélico con Irak y el buen desempeño que han mostrado los mercados accionarios.



Los principales riesgos considerados en mayo —los cuales, aunque más moderados, subsistían hace un mes— han continuado reduciéndose. En cuanto a la actividad de Estados Unidos, diversos indicadores recientemente difundidos dan cuenta de una recuperación en algunos sectores, principalmente el inmobiliario y el de consumo personal, así como de la detención en el deterioro de la actividad del sector industrial y una recuperación importante del componente expectativas futuras de la confianza de los consumidores. Sin embargo, persisten dudas derivadas de que aún no se observa una recuperación significativa del mercado laboral o de la inversión.

En cuanto a otros riesgos, la depreciación gradual del dólar a lo largo del año debiera permitir ir cerrando el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de manera menos traumática. Asimismo, en las economías emergentes, el impacto del *Síndrome Agudo Respiratorio Severo* sobre la actividad en Asia se ha desvanecido como elemento de riesgo. Por otra parte, la probabilidad de un escenario sustancialmente más positivo en términos de los flujos de capitales también aparece menos probable, en línea con el descenso que han mostrado los indicadores de apetito por riesgo en las últimas semanas.

En línea con la actividad mundial, el precio del cobre ha mantenido una trayectoria al alza, oscilando entre US\$0,75 y US\$ 0,77 la libra, con lo que el promedio para esta variable en el primer semestre alcanzó a US\$0,75. En la medida que la recuperación de la actividad mundial se consolide, el precio del metal deberá continuar con un alza gradual, reforzada por el descenso en los inventarios. Estos últimos mostraron en el primer semestre un nivel 21% inferior al que existía en diciembre, explicado por la mayor demanda de China y Corea. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra para 2003 y 2004, respectivamente.

El precio del petróleo continuó con una tendencia al alza durante junio, situándose algo por sobre US\$27 el barril en promedio. Esta evolución se explica por el descenso que han mostrado los inventarios, asociado a una disminución de la producción de la OPEP, el fuerte incremento de la demanda de gasolina y el lento retorno del petróleo iraquí a los mercados. Con ello, el promedio del primer semestre fue de US\$28,8 el barril. Por su parte, los contratos futuros muestran precios por barril en torno a US\$26 a diciembre, para converger a un nivel de US\$23 hacia fines del 2004. Así, el precio promedio del petróleo durante este año se situaría cerca de US\$27 el barril, por sobre lo previsto en la reunión pasada. Para el año 2004, se mantiene la proyección de un precio promedio entre US\$23 y US\$24 el barril.

Los mercados financieros internacionales estuvieron muy volátiles durante el último mes. En efecto, mientras los mercados accionarios tuvieron un buen desempeño, los bonos y la paridad euro/dólar mostraron una alta volatilidad, respondiendo a las noticias de actividad e inflación en Estados Unidos y Europa. Hacia fines de junio, el retorno de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se incrementó, recibiendo un impulso adicional luego de la reducción de tasas de la Reserva Federal. Un comportamiento similar se observó en la paridad dólar/euro a lo largo del período.

Pese a que antes de la reunión del 25 de junio no existía consenso respecto del monto de la baja de la tasa de política de la Reserva Federal, la reducción de 25 puntos base, así como algunos indicadores de actividad positivos, disiparon las expectativas de una rebaja adicional en el futuro. Esto se vio fortalecido por el comunicado entregado por la Reserva Federal tras su decisión, en el que señaló que las condiciones monetarias establecidas serían suficientes para apoyar el crecimiento de la economía. En la zona euro, en tanto, luego de la reducción de 50 puntos base a principios de junio, se formaron expectativas de un movimiento expansivo adicional. Sin embargo, estas perspectivas no se han consolidado, a la espera de nuevos indicadores de actividad y por las señales de las autoridades del mismo Banco Central Europeo.

Los mercados financieros de economías emergentes siguen mostrando una evolución más bien positiva, reflejada en *spreads* soberanos a la baja —o estables en algunas economías—, mercados bursátiles al alza y monedas que en promedio se aprecian. En el caso particular de



Argentina, resultará clave para sus perspectivas el resultado de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional, mientras que en Brasil es importante que se aprueben las reformas actualmente en el Congreso, de manera de afianzar el proceso de estabilización macroeconómica.

En relación con los flujos de capitales, de acuerdo con lo que anticipaba el escenario central de mayo, se registra un retorno gradual hacia las economías emergentes, en línea con las mejores perspectivas de crecimiento y la menor incertidumbre mundial y regional, así como un mayor apetito por riesgo. Esto se ha reflejado en una reducción de los *spreads* de bonos emergentes y de las empresas de alto rendimiento de Estados Unidos. En todo caso, la probabilidad de un escenario de flujos de capitales mucho más abundante parece actualmente menor que hace algunos meses.

II. Mercados Financieros

Desde la última reunión, las tasas de los documentos del Banco Central de Chile de mediano y largo plazo se han mantenido relativamente estables, con menor volatilidad que la observada en los mercados financieros externos. Las tasas de los BCU-5 han fluctuado entre UF+2,7% y UF+2,9%, mientras que las de los BCU-10 lo han hecho en un rango de cien puntos base sobre estos valores. Los mercados financieros no parecen percibir un cambio sustantivo en el escenario de crecimiento local, lo que ha acotado el grado de variabilidad de las tasas de documentos reajustables.

Por otro lado, las tasas de los documentos nominales y de las captaciones reajustables de mediano plazo han reflejado perspectivas de inflación algo más elevadas. A dos y cinco años éstas se han acercado a 3%, desde los niveles en torno a 2,5% que presentaban un mes atrás.

Aunque se aprecia un empinamiento de la curva de rendimiento de los documentos del Banco Central de Chile a plazos más cortos, ello respondería más a una normalización luego de un período de tasas cortas muy reducidas, que a una acentuación de las expectativas de alzas de la tasa de política monetaria. En efecto, las tasas de captación a menos de 90 días reportadas por las mesas de dinero se mantienen en torno a la tasa de política monetaria. Con estos antecedentes, la curva *forward* de las últimas semanas muestra que el mercado esperaba una alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base durante el tercer trimestre y de otros 50 puntos base a comienzos de 2004. Por su parte, la encuesta de expectativas de julio indica una tasa de política monetaria de 25 puntos base por sobre su nivel actual para fines de 2003, la que aumentaría otros 50 puntos base para mediados de 2004.

Las condiciones crediticias han continuado estables, aunque algo menos expansivas en el margen. Por un lado, las tasas de interés de colocación, aunque con bastante volatilidad, siguen en niveles promedio similares a los de meses anteriores. Las colocaciones de la banca, por su parte, muestran un crecimiento algo menor en los meses más recientes, probablemente asociado a una desaceleración de los créditos de consumo. Las colocaciones de bonos corporativos han tenido un mayor dinamismo en el último tiempo, con colocaciones totales superiores a 15 millones de unidades de fomento entre mayo y junio. La TIR media de estos bonos se ha mantenido en promedios similares a los de meses anteriores, lo mismo que la TIR media de las letras de crédito.

En los agregados monetarios se sigue apreciando una normalización de los saldos que mantienen los agentes, luego del fuerte incremento de la liquidez durante el primer trimestre. El crecimiento anual del M1A se ubicó algo por sobre 21% en junio, esperándose que caiga hasta 14% en agosto. A su vez, el M2A y el M7 presentaron durante el mes pasado tasas bajas de expansión anual (3,6% y 7,7%, respectivamente), por la menor demanda de depósitos a plazo y la mayor preferencia de los inversionistas institucionales por otras inversiones, tales como acciones y bonos, tanto en Chile como en el exterior.

Tipo de cambio

Luego de ubicarse entre \$710 y \$720 por dólar durante la primera quincena de junio, el dólar perdió valor respecto del peso chileno cayendo entre quince y veinte pesos, en línea con perspectivas globales más favorables. Esta apreciación se produjo a pesar de que el diferencial entre tasas externas e internas se ha mantenido prácticamente estable desde mayo. Esto indica que la apreciación del peso respondería a factores más bien fundamentales asociados a la situación de la región y al buen acceso de las corporaciones chilenas al crédito externo.

En términos reales, y en línea con lo anterior, se espera para julio una apreciación multilateral del peso de entre 1% y 2% mensual, la que se acercaría a 3% si se consideran las principales monedas (TCR-5). En cuanto a las paridades bilaterales, el peso chileno se mantiene más depreciado que el año 2002 con respecto al real brasileño y al peso argentino.

Las expectativas que se extraen de los contratos futuros y cotizaciones de *Bloomberg* indican que el peso terminaría el año en torno a \$710 por dólar. Dicho valor es levemente superior al entregado por la encuesta de julio (\$705 por dólar).

Bolsas

Las bolsas internacionales presentaron una recuperación con altibajos en junio, determinada por la aparición de diversos indicadores parciales de actividad en Estados Unidos. Así, el *Dow Jones* creció 2,3% y el *Nasdaq* 2,8%. El índice de ADR latinos siguió la trayectoria del *Dow Jones* (1,8%), en tanto el indicador de ADR chilenos sufrió un fuerte retroceso durante la segunda quincena del mes (-3,3% en junio).

En el mercado local se verificaron trayectorias similares a las de las bolsas externas, con el IPSA manteniéndose cercano a su máximo anual. Ello se explicó, además, por las mejores expectativas de negocios internos (venta de acciones por parte de Enersis, fusión de Falabella y Sodimac).

III. Actividad y empleo

Las noticias del último mes han llevado a reducir el crecimiento proyectado de la actividad para el segundo trimestre. El menor resultado del sector industrial, junto con revisiones en la minería, llevaron a una corrección a la baja tanto en el Imacec de mayo (0,6 puntos porcentuales) como en el PIB del segundo trimestre (0,4 puntos porcentuales). Este último se ubica hoy en 2,8%, con una velocidad de expansión anualizada de 1,9%. Para el tercer trimestre, se espera un crecimiento en torno a 3,5%, empujado por una expansión de dos dígitos en la minería, con un crecimiento de la demanda interna cercano a la misma cifra.

En la industria, el menor desempeño se debió a una desaceleración de la actividad de los sectores transables. Por un lado, la entrada en vigencia del tratado de libre comercio (TLC) entre la Unión Europea y México a principios del próximo año está ya reduciendo las exportaciones de camionetas y automóviles desde Chile a esa nación, mientras se aprecia una caída en la actividad de sectores que compiten con importaciones de textiles y calzado desde Argentina. Adicionalmente, algunos sectores exportadores asociados a la agroindustria adelantaron su temporada, lo que afectó el perfil de crecimiento sectorial durante el primer semestre. Estos tres aspectos, considerados relativamente persistentes, contribuyeron en conjunto con tres puntos porcentuales de menor expansión de la industria en mayo con respecto al primer cuatrimestre de este año. En el sector minero, la caída se produjo tanto por menor valor agregado como por menor producción respecto de los planes de las principales compañías mineras.

La estimación de la demanda interna también se corrigió a la baja para el segundo trimestre, situándose actualmente en torno a 3,5%, principalmente por una menor expansión de las

importaciones en junio. Para el tercer trimestre, se espera un crecimiento algo por sobre el previsto hace un tiempo, pero similar al del segundo trimestre (3,5%).

Demanda interna

La información de mayo sobre los indicadores parciales fue mixta. Por un lado, el crecimiento del consumo habitual se mantiene estable respecto de lo observado en el primer trimestre. Las ventas de supermercados del Instituto Nacional de Estadísticas recuperaron su ritmo de expansión, mientras que las medidas por la Cámara Nacional de Comercio (ex Asociación de Supermercados de Chile) arrojaron un fuerte crecimiento anual, manteniendo el dinamismo de meses anteriores.

Por otro lado, las ventas de automóviles alcanzaron las 9.460 unidades, deteniendo así la caída que se observaba desde principios de año. Las ventas durables medidas por la Cámara Nacional de Comercio también se mantienen en niveles elevados. Finalmente, las ventas de durables del Instituto Nacional de Estadísticas tuvieron una recuperación marginal, a la vez que las importaciones de bienes de consumo durable registraron una expansión anual similar a la del mes anterior (18%), superando los US\$100 millones.

Las expectativas de los agentes tuvieron un retroceso en junio, después de la recuperación de abril y mayo. Se apreció una caída en prácticamente todos los componentes del índice, excepto en la percepción del momento para compras del hogar.

En el último bimestre, los indicadores de inventarios continúan mostrando comportamientos disímiles, con un quantum de importaciones de bienes de consumo estable en abril y mayo, mientras que la razón producción a ventas tuvo una importante caída en igual período.

La formación bruta de capital continuó dinámica, con ventas e importaciones de capital que evidencian la aceleración de la inversión en el primer semestre. Los quantum de importaciones de capital, en particular, crecieron en mayo tan fuertemente como lo hicieron en abril, alcanzando niveles similares a los registrados a comienzos de 2001. La información parcial de junio (valores) muestra una leve contracción en tendencia desestacionalizada de las importaciones de estos bienes. Esta dinámica es reflejo del ciclo de acumulación de maquinaria por parte de Celulosa Arauco, esperándose una caída en niveles de estas importaciones para el segundo semestre del año.

Las noticias del sector inmobiliario son, en general, positivas para mayo. Al igual que en el caso de las compras durables, las ventas de casas y departamentos mostraron una incipiente recuperación luego de la caída de los últimos meses, con ventas por sobre las 1.000 unidades. Asimismo, los *stocks* de viviendas nuevas mantienen su expansión, no obstante lo cual los meses necesarios para agotarlos disminuyeron de 16 a 14,2.

En contraposición, los permisos de edificación mostraron una contracción en su tendencia — mayoritariamente en los establecimientos— después del punto máximo observado el mes anterior.

Política Fiscal

Durante abril, el balance global del gobierno central se hizo más deficitario que durante el primer trimestre de 2003, debido a que los ingresos totales del gobierno central —en especial los tributarios— desaceleraron su crecimiento. Además, tal como se esperaba, los gastos totales —en particular la inversión pública— registraron un aceleración de su crecimiento anual, a consecuencia de la normalización de su patrón estacional. Así, el déficit fiscal en el año móvil que va de mayo de 2002 a abril de 2003 se ubicó en 0,5% del PIB respectivo.

No obstante lo anterior, las noticias más relevantes en el ámbito fiscal han estado dadas por el conjunto de medidas para asegurar el cumplimiento del superávit estructural de 1% del PIB. La



Dirección de Presupuestos estimó recientemente en US\$420 millones los menores ingresos fiscales con respecto a lo establecido en la Ley de Presupuesto del año 2003. De ellos, cerca de US\$240 millones corresponden a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea en febrero y a la implementación inicial del programa Chile Solidario. La diferencia se explica, según la Dirección de Presupuesto (Dipres), por el resultado de la operación renta y la reducción de las ventas físicas de Codelco.

Frente a esta situación, el incremento del IVA permitirá recaudar cerca de US\$80 millones este año, lo que junto con el recorte de gasto por US\$275 millones, que disminuye el crecimiento anual del gasto con efecto macroeconómico desde el actual 3,4% a menos de 2%, deja un remanente de menores ingresos por US\$65 millones. Este remanente posiblemente se financie con la venta de las acciones de empresas sanitarias. Con el conjunto de medidas anunciadas, el Ministerio de Hacienda mantiene su proyección de balance contable de -0,7% del PIB para el año 2003.

Para el año 2004, aunque en principio el incremento de los impuestos y la reducción de gastos permiten lograr la meta de superávit estructural, ello dependerá de cuán persistente sea la caída de los ingresos fiscales (no asociables a los Tratados de Libre Comercio) anunciada por la Dipres hace algunos días.

Sector externo

Los cálculos provisorios de quantum de exportaciones para el segundo trimestre han sido corregidos marginalmente a la baja respecto del mes anterior y del *Informe* de mayo, esperándose una variación de 2,0% en el trimestre. De esta forma, los volúmenes de los envíos agrícolas mostraron la mayor expansión anual (13,9%), seguidos por un aumento moderado en los industriales (2,9%). Compensa parcialmente estos incrementos la caída de 1,2% que se estima para las exportaciones mineras.

Las importaciones de bienes para el segundo trimestre también tuvieron una corrección (quantum), principalmente por un ajuste a la baja en las intermedias. Se estima que las importaciones habrían aumentado 5,9% en el segundo trimestre, dándose la mayor expansión en los bienes de consumo (19,6%), seguidos por los de capital, que aumentaron 12,7%, explicado de manera importante por la internación de maquinaria para la industria de la celulosa en abril y mayo. Las importaciones de consumo intermedio aumentaron 0,9% durante el segundo trimestre.

En junio, las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.623 millones, lo que representa una caída de 1,2% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, disminuyeron 4,6% (US\$1.434 millones).

Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en mayo el panorama del mercado laboral, pese a lo anunciado por indicadores líderes (vacantes), mostró un comportamiento positivo, revirtiendo la debilidad observada un mes atrás. La ocupación se mantuvo en niveles históricamente altos y el nivel de empleo tanto total como privado registró los mayores crecimientos anuales en lo que va del año (INE).

Respecto del trimestre móvil anterior, el número de personas ocupadas —descontando efectos estacionales— aumentó en 34 mil puestos de trabajo, siendo también el mayor incremento registrado durante el año. Por su parte, los programas de empleos directos y subsidios a la contratación por parte del gobierno continuaron cayendo, lo que reafirma la influencia del empleo privado sobre la recuperación del empleo total.

La tasa de desempleo desestacionalizada mostró una leve caída en el margen (8,7% comparada con 8,8% en abril) explicada por el crecimiento de la tasa de participación (53,4% frente a 53,1% en abril) y el moderado aumento de los desocupados de la fuerza de trabajo.



Para junio, el indicador de vacantes, descontando efectos estacionales, continuó cayendo, lo que sigue anticipando una desaceleración en la creación de empleo para el segundo semestre. A su vez, el indicador de empleo privado de la AChS para mayo registró un crecimiento anual similar a los meses previos, con un alza en el nivel de ocupación marginal en términos desestacionalizados. Por sectores, la industria registró el mayor incremento tanto en el nivel de ocupación (16.000 nuevos puestos de trabajo en términos desestacionalizados respecto del trimestre anterior) como en la variación en doce meses (6,7%).

La evolución de la ocupación formal e informal muestra que, a partir de marzo de 2002, la categoría informal —trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados— registró un aumento importante de nivel con tasas de crecimiento en doce meses cada vez más altas. Su peso relativo sobre el empleo total alcanzó alrededor de 27% entre 1990 y 1995, para caer a principios de 1996 y crecer paulatinamente hasta su máximo histórico registrado en mayo último (28,8%). Por su parte, el empleo formal —trabajadores asalariados, empleadores y personal de servicio— registra un crecimiento anual prácticamente nulo desde el tercer trimestre de 2002. Estas trayectorias reflejan el débil comportamiento de las vacantes, que es posible asociar al empleo contratado —por lo tanto formal— de acuerdo con esta definición.

IV. Precios y costos

Durante junio, el IPC tuvo una variación nula, al mismo tiempo que el IPCX1 aumentó 0,2% debido al *shock* de precios que también se espera afecte la inflación del tercer trimestre. A esto se suma el aumento del IVA en octubre, con un efecto en la inflación que ya se aprecia en el leve incremento de las expectativas del sector privado para diciembre.

El IPC de junio estuvo por encima de las estimaciones que se manejaron internamente durante el mes y por debajo de las estimaciones del mercado. Los factores detrás de esta inflación fueron el residuo de la baja de la tarifa de la locomoción colectiva de mayo, el aumento promedio del precio de los combustibles y de algunos alimentos y productos médicos. El IPCX1 cayó 0,2% en el mes, al mismo tiempo que el IPCX1 aumentó 0,2%. El efecto de la locomoción colectiva incluido en el primero y no en el segundo explica la diferencia. Con esto, el incremento del IPC en doce meses llegó a 3,6%, mientras que el del IPCX1 llegó a 2,7% y el del IPCX1 a 2,8%.

El resultado del IPCX1 en junio estuvo afectado por el incremento que anotaron los productos médicos y lácteos. En el primer caso, más allá del traspaso cambiario que se le asocia, tuvo un aumento ligado a un producto en particular, por lo cual no se anticipa una persistencia de este comportamiento. Respecto de los productos lácteos, factores de oferta asociados a la menor producción de leche han inducido un importante aumento del precio de producción desde fines del 2002 (entre 15% y 20% de acuerdo con las proyecciones a junio). Ello ha implicado un aumento de 11% en el precio al consumidor en similar lapso, del cual la mitad se concentró en junio. La posibilidad de un incremento adicional en el precio al consumidor de la leche, así como el efecto en sus subproductos, implica un aumento de la inflación del IPCX1 estimada para el tercer trimestre en alrededor de 0,1 puntos porcentuales. Esto, sumado al incremento ya verificado en junio, implica una inflación del IPCX1 de 0,2 puntos porcentuales por sobre lo anticipado en junio.

Estos mismos elementos explican la evolución disímil de las medidas alternativas de inflación subyacente. Por un lado, el IPCX2 —que elimina los productos médicos, pero incluye los lácteos— aumentó 0,2% en el mes, con una inflación anual que subió hasta 2,9%. A su vez, la inflación subyacente a través de medias podadas señaló aumentos entre 0% y 0,1% para el IPC, el IPCX y el IPCX1. Por último, la mediana del IPCX1 volvió a situarse cerca de 0%, sin indicar, pese al aumento de la inflación anual del índice, un incremento generalizado de los precios incluidos en el indicador.

Por el lado de los salarios, durante mayo la variación anual de las remuneraciones nominales continuó descendiendo. Así, el Índice de Remuneraciones por Hora y del Índice del Costo de Mano de Obra crecieron 3,7% y 3,6%, respectivamente. Lo anterior muestra que el crecimiento



de los salarios nominales se ha ubicado algo por debajo de lo que se deduciría del desfase habitual con la inflación por las cláusulas de indización.

A pesar del comportamiento de los salarios, el bajo crecimiento de la productividad total, en especial en el sector industrial, provocó un aumento de los costos laborales unitarios. El incremento fue especialmente visible en el sector industrial, debido al impacto que tuvo el mayor empleo sobre la productividad. Parte importante de este incremento, no obstante, está asociado al empleo de tipo informal, por lo que su impacto sobre los costos laborales efectivos puede ser más acotado.

Las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial entre tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran un aumento respecto de la anterior reunión. Es así como para ambos plazos la inflación esperada está en niveles de 3% para comienzos de este mes. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 3,1% para un año plazo y de 3,0% a dos años. Esta misma fuente mostró un leve incremento de la inflación esperada a diciembre de este año. A su vez, la encuesta a las mesas de dinero arrojó un incremento de 15 puntos base en la inflación esperada a un año respecto de la reunión pasada (2,7%), manteniéndose estable a 24 meses en 2,8%. Este movimiento de las expectativas de inflación a un año, estaría asociado al impacto previsible del alza del IVA y, en menor medida, a la trayectoria del precio del petróleo.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en julio el IPC tendría una variación de entre 0% y -0,1%. La principal explicación de este resultado es una baja del precio promedio de los combustibles — en especial del gas licuado y la gasolina— a lo que se sumaría la habitual estacionalidad de los rubros de vestuario y equipamiento de la vivienda. Con ello, el incremento anual del IPC se situaría en 3,1%. Por su parte, se anticipa que la inflación del IPCX y del IPCX1 se ubiquen con variaciones mensuales de 0,1% y 0,2%, respectivamente, lo que representa un alza de una décima con relación a lo previsto el mes pasado, por la persistencia de las noticias de mayor inflación en junio.

Para el tercer trimestre en su conjunto, se prevé que la inflación anual del IPC continuará descendiendo hasta cifras en torno a 2,5% anual en agosto. La inflación anual del IPCX y del IPCX1, en tanto, se mantendría con una senda de aumento gradual, hasta cerca de 3%. En el cuarto trimestre se verificará el impacto del incremento en el IVA, el que se estima tendrá una incidencia instantánea de tres décimas, con una décima adicional repartida en los meses siguientes. Con ello, la inflación mensual de octubre se ubicaría en 0,6% y la anual en 2,1%. A diciembre, la inflación del IPCX1 llegaría a 4%, mientras que la del IPC aumentaría hasta cifras algo por sobre 3% (tabla 3).

Tabla 3: Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual				% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)
	ipc	ipc**	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1		
Jun	3.6	3.6	2.7	2.8	0.0	-0.2	0.2	27.4	709
Jul	3.1	3.1	2.7	2.9	0 / -0,1	0.1	0.2	26.9	700
Ago	2.9	2.9	2.7	3.1	0.2	0.1	0.2	26.2	700
Sep	2.4	2.4	2.8	3.1	0.3	0.3	0.3	25.2	700
Oct	2.1	1.8	2.9	3.4	0.6	0.5	0.5	25.0	700
Nov	2.5	2.2	3.3	3.8	0.3	0.3	0.2	25.0	700
Dic	3.1	2.7	3.5	4.0	0.1	0.3	0.4	25.0	700

** Inflación del IPC sin la incidencia del incremento en el IVA.

Estas perspectivas inflacionarias de corto plazo son coherentes con las proyecciones realizadas en el último *Informe* —las que consideraban una inflación del IPC y del IPCX1 promedio de 2,1% y de 3,3% para el cuarto trimestre—, las que fueron actualizadas con el leve incremento esperado en la inflación del IPCX1 para julio, el mayor precio de los combustibles y la estimación de la incidencia del aumento en el IVA.



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

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, comenta sobre los supuestos de actividad mundial que están en las proyecciones. Señala que las proyecciones suponen un repunte fuerte en el crecimiento, a partir del tercer trimestre de este año y hay varias razones para suponer que eso debiera darse, dado el fin del conflicto en Irak, las favorables condiciones financieras, la reducción del precio del petróleo, la política monetaria expansiva en las economías avanzadas y política fiscal expansiva en Estados Unidos. Estando ya en julio, sin embargo, cabe preguntarse si es que hay evidencia directa de actividad o de demanda que fundamente ese previsto crecimiento rápido a partir del tercer trimestre, particularmente en Estados Unidos. Y sobre eso, si se hace la revisión de los indicadores de los componente de la demanda, se ve que hay ciertos factores que avalan un empuje en esa dirección. En particular, ello se da por el lado del consumo personal, como por ejemplo se refleja en los índices de confianza del consumidor, especialmente en lo que tiene que ver con el componente de expectativas futuras que ha demostrado buenos resultados.

Señala también que hay buenos indicadores por el lado de la inversión residencial que muestran cambios también importantes. Pero subsisten algunas dudas, en particular, por dos elementos que son fundamentales. En primer lugar, las proyecciones suponen crecimiento importante en los inventarios y eso es algo que todavía no se ha visto. En segundo lugar, más allá que se ha visto en el margen en los últimos meses una mejora de los indicadores antes mencionados, los supuestos de crecimiento en estos componentes son bastante fuertes para el tercer trimestre. Por ejemplo, típicas proyecciones son que el consumo pasará de tener una tasa de crecimiento del 2% en el segundo trimestre, a mostrar cifras de 3,5% o más en el tercer trimestre. Por lo tanto, cabe preguntarse si los cambios serán lo suficientemente fuertes como para realmente llevar a las cifras que se están suponiendo en las proyecciones.

Como conclusión, señala el señor Jadresic, hay indicadores que validan la impresión de un repunte a partir del tercer trimestre. Sin embargo, todavía hay un riesgo más bien a la baja en el sentido que no se sabe si todavía ese repunte va a ser suficiente y si, en el caso de inventarios, va a haber una acumulación importante.

El Presidente dice que lo resumiría diciendo que el riesgo está más que todo en el tiempo, porque recién se ha mostrado que las proyecciones para el año 2004 se han revisado al alza y la gente cree que con todo este estímulo la economía va a partir, pero como bien dice el señor Jadresic, ya estamos en julio, por lo tanto hay un riesgo en el tiempo en el sentido de saber si el repunte va a partir en el tercer o cuarto trimestre, pregunta que hay que hacer bien en serio porque hay un riesgo claro que se corra para el cuarto trimestre.

El Vicepresidente consulta qué efecto tendría ese riesgo. Contesta el señor Jadresic diciendo que eso afecta por el lado del precio de las exportaciones en términos de intercambio.

El Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann, manifiesta que en relación a las dudas respecto a la actividad en Asia, desea señalar que las expectativas, en general, de los bancos de inversión es que al segundo semestre esta región tendría una fuerte recuperación en términos de crecimiento. De hecho, algunos bancos de inversión tenían internalizado, por ejemplo, la caída en el PIB de Singapur y de otras economías asiáticas.

Agrega el señor Lehmann que las apuestas son de una recuperación importante de Asia a partir del tercer trimestre, tras la baja en el segundo, vinculada principalmente con el Síndrome Agudo Respiratorio Severo, y que tendría, por tanto, un carácter transitorio.



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 junio, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Mientras la inflación y sus perspectivas seguían dentro de los márgenes previstos, algunos de los datos más recientes sobre la marcha de la economía en abril fueron más débiles que lo esperado, especialmente en el mercado laboral y en el sector industrial. Esto último se consideró como un fenómeno probablemente puntual, aunque persistían dudas respecto de la evolución futura del crecimiento mundial.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de junio fue una décima superior a lo esperado. Como se comenta en la minuta preparada para esta reunión, la noticia más relevante para la inflación de la segunda mitad del año es el aumento del IVA, el que en principio sólo generaría un cambio por una sola vez sobre el nivel de precios. Con todo, la inflación a fines de año estará por sobre lo previsto en el informe de mayo, tanto por el efecto del IVA como por una evolución de la inflación subyacente ligeramente mayor a la esperada.
 - Los costos laborales unitarios medidos (aunque no necesariamente los efectivos) están aumentando algo más rápido que lo previsto a pesar de la desaceleración que muestran los salarios.
 - Desde la última reunión, los tipos de cambio nominal y real han mostrado una pequeña apreciación.
 - Por el lado real, la última información del mercado del trabajo revirtió el panorama de desaceleración que se verificó el mes anterior. Sin embargo, los indicadores de actividad de mayo han seguido mostrando un panorama menos dinámico que el esperado, especialmente en el sector industrial. Aunque aún se estima que estas señales de debilidad son insuficientes para modificar el panorama futuro descrito en el *Informe* de mayo, los riesgos para la actividad doméstica se encuentran sesgados al lado negativo.
 - Luego de la rebaja de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, los indicadores financieros señalan que, en el margen, han disminuido los riesgos de que se siga postergando el esperado aumento en el crecimiento global, particularmente en Estados Unidos.
3. A la luz de estas noticias y del 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 las tres reuniones previas: mantener la tasa de interés en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en un monto acotado, por ejemplo 25 puntos base.
4. En esta oportunidad, y a diferencia de las últimas reuniones, no es sencillo argumentar que se debe descartar un recorte de la tasa de política monetaria como una opción relevante. De hecho, las noticias del sector real muestran precisamente que hay riesgos de que la economía no siga en la fase de mayor crecimiento que se describió en el último *Informe* y, por lo tanto, no disminuya la brecha de capacidad con la intensidad esperada, ni se produzcan las mayores presiones de inflación implícitas. A modo de ejemplo, los sectores distintos a recursos naturales pasaron de crecer cerca de 4% anual en el bimestre febrero-marzo a tasas algo mayores a 2% en el segundo trimestre, con caídas en el nivel de actividad con respecto al trimestre anterior en sectores importantes como industria, comercio y construcción. Sin embargo, como un escenario de desaceleración que se



prolongue en el segundo semestre es todavía sólo un riesgo, no se considera que se hayan acumulado antecedentes para reducir las proyecciones de inflación para el próximo año, antecedente que sería clave para plantear una opción de reducción de tasas hoy. Además, considerando que, al igual que lo contenido en el último *Informe*, la trayectoria esperada para la inflación del IPCX1 se encuentra en la mitad superior del rango meta —la incidencia del IVA, que alcanza hasta medio punto en esta medida de inflación subyacente, explica sólo lo que sucede en los próximos 12 meses— es difícil argumentar que exista espacio para una rebaja de tasas de interés que actúe como un “seguro” contra el escenario de riesgo descrito. Por último, cabe destacar que mantener las tasas en su nivel actual por un período más prolongado implica aumentar el impulso monetario respecto a lo anticipado hace algunos trimestres.

5. Al igual que el mes anterior, 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 probabilidad elevada durante los próximos meses, y que es coherente con el escenario de inflación planteado en el punto anterior. 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.
6. En contra de esta opción está el argumento del escenario de riesgo para la actividad doméstica que se ha ido configurando en el último par de meses. En este escenario podría ser necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el previsto, o incluso aumentario. Un alza de tasas hoy sería, para esos efectos, negativo tanto por el efecto directo sobre la actividad y la inflación como por las restricciones que un movimiento de este tipo podría imponer sobre los movimientos futuros de tasas de interés por parte del Banco Central. Al escenario descrito se añade que subsiste parcialmente la incertidumbre respecto a la velocidad que tomará la economía mundial en el segundo semestre.
7. Considerando lo anterior, la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria es que ello permite esperar tener más antecedentes, sin arriesgar iniciar un movimiento de tasas de interés excesivamente temprano. Además, esta opción es coherente con el diagnóstico de que no hay antecedentes suficientes para modificar las perspectivas de mediano plazo de la inflación, las que se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección, a pesar del cambio en el IVA y los movimientos en el precio del petróleo. Aunque existe el riesgo de un cierre de holguras más lento, esto se contrapone con que el horizonte de proyección comienza a incluir un período en que la inflación podría estar marginalmente por encima de 3% dado el marcado sesgo expansivo que tiene actualmente la política monetaria.
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. Asimismo, en esta oportunidad el mercado está esperando un crecimiento del PIB para el segundo trimestre un par de décimas mayor que la estimación que se maneja internamente, lo que probablemente tenga efectos en la trayectoria esperada de tasas de interés.

El Presidente ofrece la palabra para algunos comentarios.

El Vicepresidente señala que, con respecto a la primera parte, no logra cuadrar ciertas cosas. Por un lado, dice, los señores Jadresic y Lehmann comentan que el escenario internacional es más o menos el mismo que se observaba en el IPOM. En el lado interno, uno dice que los flujos de capitales o spread están mejores de lo que se tiene en el IPOM, mejores resultados efectivos, estadísticamente. Para el lado de la demanda interna se dijo que la inversión da lo mismo porque no había expectativas respecto a la inversión, y queda el consumo que depende del empleo y el empleo ha estado mucho mejor de lo que se pensaba, y las cifras se van a corregir a la baja. Por todo lo anterior, el señor Marshall manifiesta que no logra cuadrar, porque el mercado lo que va a estar observando en los próximos meses es un



IMACEC en torno a 2%, 2,5% y el Banco Central le va a decir que todas las cifras son para mejor, pero se está corrigiendo el producto a la baja.

El Presidente manifiesta que en la parte internacional, lo que han dicho los señores Jadresic y Lehmann es que las proyecciones no han cambiado, por lo tanto, lo único que están diciendo ahora es que se corrió para adelante, pero aquí tenemos proyecciones anuales. Las proyecciones para el año no han cambiado, incluso se mostró que cambió, marginalmente, una décima, pero la realidad ahora requiere que para que se den esas proyecciones tiene que haber, como decían ellos, mucho crecimiento hacia adelante y eso está por verse, pero ya el mercado esperaba en Estados Unidos tener cifras muy buenas después de Irak y cuando se preparó el IPOM de mayo se veía que la guerra terminaba y que luego venía la recuperación, lo que se ve más lejos.

El Gerente de División Política Financiera indica que, por un lado, hay un crecimiento de la demanda del PIB algo más lento de lo que se esperaba, pero al mismo tiempo se está viendo una aceleración de la inflación que más allá de las cosas puntuales, se refleja en todas las medidas subyacentes y también en la medida de la mediana. El punto que podría conectar ambas cosas es que también se está viendo un crecimiento de la productividad muchísimo más bajo de lo que posiblemente se había presupuestado y eso explica que hay costo de mano de obra más alto y un crecimiento del empleo que no se refleja tan rápido en crecimiento de la producción. Entonces, por qué podría ser ese crecimiento de la productividad tan lento?, porque no ha habido ninguna recuperación de la inversión a través de todo este ciclo, así que no ha habido una expansión de capacidad a nivel de las empresas. Además, la mayor parte del empleo corresponde a cuenta propia, probablemente con muy poco capital asociado, entonces, una hipótesis que podría cuadrar esto es que en las proyecciones del PIB potencial o de brecha estén desalineadas, o sea, que se puede encontrar con una barrera más luego de lo que se esperaba porque no ha habido crecimiento de la inversión, no ha habido crecimiento de la productividad y por lo tanto, esa recuperación de empleo y de consumo podría toparse más luego con restricciones de capacidad.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, cree que hay dos aspectos que quizás no están muy destacados en el análisis, porque posiblemente son todavía muy tentativos. Uno se refiere a la debilidad del sector industrial en el segundo trimestre especialmente asociado a subsectores transables por competencia fuerte de importaciones de Argentina o por debilidad de sectores que llevaron el carro por el lado de las exportaciones en el primer trimestre. De esta manera, la misma postergación del escenario de crecimiento mundial nos está afectando ahora. Esto no está necesariamente relacionado con lo que está ocurriendo con empleo y con consumo, lo que, por lo que se observa, está bastante dentro de lo proyectado.

El segundo aspecto es lo relacionado con lo que mencionaba Luis Oscar Herrera que también hay una forma de compatibilizar un escenario de bajo crecimiento, más allá de lo que ocurre con el mundo, en un contexto de mayor inflación. Eso es consistente con situación de brechas de capacidad que son quizás inferiores, hasta quizás la mitad de lo que se había proyectado para este año, pero eso indudablemente implica un cambio en el diagnóstico del crecimiento potencial bastante fuerte con respecto a lo que tenemos hasta ahora.

El señor Jadresic señala que respecto al escenario internacional cada uno puede tener distintas visiones, pero quisiera aclarar que las proyecciones de crecimiento presentadas efectivamente no muestran cambios significativos, y que el perfil de las proyecciones de crecimiento sigue siendo muy similar al que se tenía en mayo. Más bien lo que ha pasado con los nuevos antecedentes que han ido saliendo es que esas proyecciones, inclusive su perfil, ha tendido a consolidarse y eso en función de las mejoras en las condiciones financieras, los datos de consumo e inversión residencial en Estados Unidos, e incluso la declinación del tema del *Síndrome Agudo Respiratorio Severo* saliendo de Estados Unidos. Todo eso tiende a consolidar esas proyecciones. Más bien la alerta es en el sentido que, aunque lo anterior es cierto, hay todavía dudas que persisten. O sea, aunque han disminuido algo los riesgos de esta proyección de actividad, todavía se siguen teniendo.

Manifiesta que donde sí hay cambios más significativos en el escenario, es, por una parte, que estas proyecciones de crecimiento se dan en un contexto ahora en que las condiciones financieras están mejores, mientras que, por otro lado, las proyecciones del precio del petróleo están un poco peores. Se podría argumentar, a lo mejor, que estos dos elementos tienden de alguna manera a cancelarse y finalmente no afectan mucho las proyecciones de crecimiento, eso, sin tomar en cuenta otro tipo de elementos.

¿Qué pasa, en definitiva, desde el punto de vista de la economía chilena? Las proyecciones de crecimiento mundial no nos cambian mucho; tampoco las proyecciones del precio del cobre; las condiciones financieras, si bien son mejores, no se ve que se hayan reflejado significativamente en términos de flujos de capitales hacia nuestra economía e incluso, no es claro que por ese efecto se tenga una situación de tipo de cambio tan diferente. Lo que queda al final de todo esto es que una diferencia principal es el aumento de las proyecciones del precio del petróleo, resultante de que el precio del petróleo hoy está más alto que algunos meses atrás. Ese es el cambio más sustancial respecto del escenario global. Los otros elementos tienden, de alguna manera, más bien a consolidarse o tener un efecto menor en la economía chilena.

El Consejero señor De Gregorio dice que si el gasto interno está básicamente igual, y lo que sí se está observando es algo menos de crecimiento, tiene que estar viniendo por el lado de la cuenta corriente. Tal vez lo que haya que mirar con más cuidado, es lo que ya señaló Pablo García en el sentido de que el efecto sobre la actividad industrial pueda estar muy concentrado en sectores transables.

La otra explicación es simplemente que el ciclo económico es así, y difícil de predecir su timing y magnitud con precisión. Lo que pasa es que no se está hablando de diferencias demasiado sustanciales ni que haya habido un cambio significativo de tendencia. Lo que ocurre es que se demoran algunas actividades en tomar un ritmo de mayor dinamismo. Incluso dentro del gasto interno puede haber componentes que están avanzando a una velocidad levemente distinta a la esperada, como pueden ser los inventarios u otros componentes de la inversión. Ellos no estarían respondiendo a la velocidad que se esperaba. Estamos dentro de los márgenes de error naturales que se podría esperar desde el punto de vista de proyección, en el lado negativo, pero tampoco hay antecedentes para decir que hay algo que no cuadra respecto de nuestro escenario base.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, refiriéndose al último punto expresado por el Consejero De Gregorio, señala que justamente porque el cuadro aún no calza completamente es que se está argumentando que la opción de bajar todavía no es una opción válida. Sin embargo, cree que hay varios elementos que destacar. Primero, aunque no es claro cuál es el canal, es claro que el desempeño del mundo influye. Y lo que se está viendo es que no sólo en Asia, sino que también en Latinoamérica, el desempeño no es como se anticipaba. Esto parece ser un fenómeno global, aunque no sabe por qué no se traduce completamente en cambios de proyecciones. Un canal de transmisión particular tiene que ver con la competencia que enfrenta el sector industrial. Al respecto, llama la atención que el tipo de cambio real hoy día esté en niveles sumamente elevados -niveles similares a lo que se intervenía hace dos y hace un año-. Es probable, por lo tanto, que existan presiones de competitividad internacional.

Respecto del tema de la demanda interna, dice que se debe reconocer que no se conoce muy bien cómo es una recuperación vía consumo. El análisis se centra especialmente en consumo de durables porque hay datos en eso y porque la verdad es que la volatilidad en el consumo la da básicamente el consumo durable. Y lo que muestran esos datos es que venían más bien decayendo y en lo reciente han dejado de caer, pero no muestran una aceleración. Por lo tanto, señala que sin inversión va a ser difícil mantener un ciclo de reactivación más persistente.

En relación al tema del tamaño efectivo de las brechas y los errores de medición asociados, señala que es un tema que se ha reconocido como escenario de riesgo en los últimos dos IPOM. Una manera de explicar una aceleración de la inflación en el escenario



actual es si existe una brecha efectiva menor. Hace mención a que hubo una minuta hace un tiempo respecto de las dificultades de estimar brechas en tiempo real. En particular, lo fácil que es sobreestimar brechas y que pasado un tiempo es posible que el PIB potencial medido sea más bajo. Contra eso, en todo caso, si el PIB potencial está creciendo menos, probablemente las tasas neutrales sean algo más reducidas que lo que se esperaba, aunque esto no alcanza a compensar el shock inflacionario que significaría una menor brecha para las proyecciones.

El Presidente señor Corbo resume esto diciendo que todavía existen algunas incertidumbres con respecto a la desaceleración que ha mostrado la economía recientemente. El salto en la inflación - le habían convencido antes que el salto en la inflación tuvo que ver más con shock de oferta - si le dicen que hay un shock de leche que subió 30% la leche por cosas de oferta, y otras cosas, ningún modelo lo va a decir y se está hablando de una décima, o sea, está de acuerdo con el señor De Gregorio que hay que seguir observando por qué la inflación se ve un poquito más que antes.

En la parte internacional cree que es verdad que un mes atrás era una apuesta, hoy día es una apuesta más segura acá la recuperación, concuerda perfectamente, lo único es que no se sabe cuándo porque hasta hace un mes atrás estaba la expectativa de mucho más duda todavía. Cree que lo que ha cambiado el último mes es que ya no se ve esta baja adicional en los Estados Unidos, pareciendo que la economía va a responder de una vez por todas. Vienen cuarenta billones de dólares de vuelta a los consumidores de Estados Unidos, en las próximas seis semanas, por baja de impuestos, entonces la gente cree que todo esto hace subir. Está de acuerdo, pero todavía existe esta incertidumbre de cuándo va a partir, aunque la gente tiene más seguridad de que va a partir en algún momento, incluso las proyecciones para el próximo año se han revisado al alza en Estados Unidos marginalmente un poco si se exageran algunas proyecciones. Cree que hay incertidumbre todavía, por lo tanto existe esta confusión.

El Vicepresidente comenta que leyó, a principios de esta semana, una crítica de que los bancos centrales de Asia no han aprendido la lección, y por qué no han aprendido la lección? porque China devalúa porque está pegada al dólar, entonces la moneda china se deprecia fuertemente. Los bancos centrales empiezan a tratar de evitar el efecto de esta enorme depreciación de China en sus mercados internos porque al final están compitiendo, no dejan flotar, de buscar bandas y mecanismos para tratar de evitar la apreciación de su moneda interna. En el caso de Chile, señala que se ha dejado la depreciación de China que actúe. El 25% de las importaciones de bienes de consumo de Chile vienen de China, hoy día podría ser 30%, o sea, el 30 % de las importaciones de bienes de consumo, que, a su vez, son un porcentaje importante de las importaciones totales que han tenido una depreciación muy significativa, del 15%, 20%, entonces, ahí se puede tener un efecto de aumento que coincide con lo que decía el Consejero De Gregorio de sectores transables, industriales, como una hipótesis adicional. No sabe cómo se computa el tipo de cambio real a China, si se coloca como país independiente o no, porque al final es zona dólares.

El Presidente manifiesta que esa presión era mucho más brutal hace dos años atrás, cuando aquí había una combinación de políticas que no habían permitido el ajuste cambiario. Hoy tenemos un tipo de cambio real de 1,08 lo que ayuda mucho más que el 1 de hace un año atrás. Pero no hay otra opción de China. Señala que China tiene reservas de 320 billones de dólares, Corea para protegerse tiene 130 billones y Taiwan 200 billones.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que en la última reunión de política monetaria planteó textualmente lo siguiente: "Mi interpretación de lo discutido es que el escenario macroeconómico global no ha variado sustancialmente desde nuestra última reunión de política monetaria. Desde el punto de vista de 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 un menor dinamismo de la economía mundial han aumentado levemente".



Los antecedentes que se han recogido para la reunión de hoy le conducen a la misma conclusión, lo que significa un debilitamiento adicional. Es decir, en el margen, las noticias de actividad han estado en el lado negativo ya por dos meses consecutivos. En el ambiente internacional, si bien los últimos datos permiten concluir que el escenario central para la economía de Estados Unidos se mantiene con un crecimiento anual de 2% a 2,5%, las economías asiáticas comienzan a mostrar algunos síntomas de debilidad y Europa sigue manteniendo un crecimiento bajo. No es sorprendente que en este escenario varios bancos centrales han estado relajando su ya expansiva política monetaria.

En el ambiente interno, se han confirmado las perspectivas que en el segundo trimestre la economía chilena crecerá menos que en el primer trimestre, pero la novedad es que mientras en la reunión de política monetaria anterior se esperaba un crecimiento de 3,1% para el segundo trimestre, ya menor que al estimado para el IPOM de mayo, las últimas proyecciones indican que el crecimiento probablemente se ubicará en torno a 2,8%. Esto debe estar implícito en el enfriamiento de los índices de confianza de los consumidores que se ha visto recientemente. La única noticia sistemáticamente positiva ha sido el aumento sostenido del empleo.

Todo lo anterior llevaría a concluir que aunque aún se está dentro del escenario central, se han ido consolidando noticias negativas que podrían provocar una desviación hacia abajo en materia de crecimiento del PIB, con las consecuentes menores presiones inflacionarias.

En el ámbito inflacionario, salvo por el impacto que el aumento del IVA tenga sobre la inflación hacia fines de año, y como fenómeno puntual, la inflación sigue bien afianzada en torno del rango meta en nuestro horizonte de proyección.

En consecuencia, las razones para mantener la tasa de política monetaria del mes pasado son aún válidas hoy día y se confirma la idea que se debería mantener una posición neutral respecto de los posibles sesgos. Más aún, aunque no cree que haya razones para bajar la tasa de interés, cree que es relevante considerarla como una opción válida a analizar en la reunión de hoy, y en la práctica cree que eso ha ocurrido en la minuta de opciones de política monetaria de la División Estudios, donde, aunque se descarta, se discute. No se justifica un relajamiento adicional por las siguientes razones:

1. Aún no se observan cambios significativos en el panorama inflacionario como para justificar una reducción de tasa de interés.
2. Generaría una sensación de preocupación que podría ser contraproducente, en especial, por cuanto representaría una noticia inesperada en un escenario donde las malas noticias aún son puntuales y no revelan una tendencia de enfriamiento.
3. La política monetaria ya tiene un signo fuertemente expansivo.

No obstante lo anterior, cree que es importante que en esta oportunidad se destaque en el comunicado que efectivamente la evolución de la economía ha sido algo más lenta que lo anticipado hace unas semanas y meses atrás. Piensa que tampoco hay razones para adoptar una decisión de alza de tasas de interés, tal como no se adoptó el mes pasado, cuando ésta podría haber sido una posibilidad con mayores chances de adoptarse.

Por otra parte, hay quienes han insistido en que la expansión del dinero es la principal razón para aumentar la tasa de política monetaria, sin embargo y aún cuando se debe reconocer que la inflación está ligada a un fenómeno monetario, todos los antecedentes de que se disponen no muestran que este aumento del dinero sea consistente con aumento de las presiones inflacionarias. En conclusión, cree que las razones que se dieron el mes pasado para mantener la tasa de interés de política monetaria, en la actual coyuntura son aún más válidas.



La Consejera señora Ovalle manifiesta que como se ha visto en esta reunión, los antecedentes acumulados respecto al escenario internacional no muestran grandes cambios para la economía respecto a los discutidos el mes pasado, aunque algunos indicadores para el caso de Estados Unidos son más positivos. A nivel interno, la actividad durante el segundo trimestre mostró un dinamismo menor al esperado, aunque fue acompañada por signos positivos como la importante expansión de las importaciones de bienes de capital. Desde el punto de vista de la inflación, las expectativas medidas por la Encuesta del Banco Central, reflejan que éstas se mantienen alineadas con la meta tanto en el corto como en el mediano plazo, y en general no se esperan cambios en la tasa de política monetaria hasta diciembre de este año. Lo anterior, considerando el alza del IVA. Cree que las perspectivas se mantienen ancladas y no hay presiones que hagan peligrar la meta. Por ello, considera que se debe mantener la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente está de acuerdo con mantener la tasa de política monetaria.

El Presidente señala que en el último mes la velocidad de recuperación de la actividad económica se ha reducido. Esto no es sorprendente dada la postergación que ha tenido la recuperación de la economía de Estados Unidos y de la economía mundial, como también la fuerte e inesperada desaceleración de Asia emergente. El menor crecimiento posterga la disminución de la brecha entre producto potencial y producto efectivo, reduciendo, en el margen, la preocupación por una eventual aceleración de la inflación subyacente.

Sin embargo, las proyecciones siguen apuntando a la recuperación de la economía de Estados Unidos en el segundo semestre, lo que tendría efectos positivos en nuestra recuperación y podría incidir sobre las proyecciones de inflación.

En cuanto a los efectos inflacionarios del aumento del IVA, en el esquema de política monetaria del Banco Central - donde el objetivo central de la política monetaria es la estabilidad de precios - sus efectos debieran afectar sólo el nivel de precios y, a través de éste, la inflación medida a diciembre de este año, sin efectos permanentes en la inflación de mediano plazo.

Estos dos elementos en su conjunto no justifican en este momento un cambio en la política monetaria, por lo que la tasa de interés se debiera mantener en un 2,75%.

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

50-01-030710 – 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.

V. Comunicado

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

A pesar de que el mercado laboral continúa mostrando elevadas tasas de creación de empleo, los indicadores sectoriales han sido en general mixtos y los datos más recientes sobre actividad señalan que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado. No obstante, estos antecedentes no son suficientes para modificar las perspectivas de una gradual disminución en las holguras de capacidad durante los próximos trimestres. El marcado impulso de la política monetaria, así como la mantención de perspectivas de un mayor crecimiento mundial en el segundo semestre, son coherentes con este escenario.




La trayectoria de los precios ha estado dentro de los márgenes previstos. Adicionalmente, se estima que los efectos en la inflación del aumento que tendrá el IVA en octubre serán limitados y transitorios, lo cual no cambia la inflación proyectada hacia fines del horizonte de política.

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 17,30 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)