



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 51
Celebrada el 12 de agosto de 2003

En Santiago de Chile, a 12 de agosto 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 y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre G.

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 Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
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.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada 10 de julio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada el 10 de julio de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada el 10 de julio de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 50, celebrada el 10 de julio de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2004, para el día martes 10 de ese mes.



IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Las noticias más recientes han confirmado que en el segundo trimestre de 2003 ocurrió una desaceleración relevante de la actividad económica, principalmente en el sector industrial. Aunque no es posible desentrañar de manera precisa los factores tras el menor dinamismo del sector real en este trimestre, éste parece estar vinculado al deterioro relevante de los términos del intercambio respecto de lo esperado, a la desaceleración en general observada en los principales socios comerciales y los efectos de una mayor competencia externa en algunas ramas industriales. Si bien el afianzamiento reciente del escenario de crecimiento global y las cifras de comercio exterior de julio tienden a acotar la posibilidad de una desaceleración más prolongada, el debilitamiento de los indicadores de confianza doméstica y la persistencia de precios más elevados del petróleo mantienen los riesgos que esta desaceleración se prolongue. Por su parte, la tendencia subyacente de inflación se ha mantenido en línea con las proyecciones del *Informe* de mayo, lo que revela que las sorpresas de meses particulares no han tenido la persistencia que se pudo haber pensado, revirtiendo rápidamente los incrementos observados en mayo y junio durante julio. Por ahora, las perspectivas inflacionarias para el mediano plazo no difieren de manera significativa con lo proyectado en mayo. Aunque la productividad del trabajo ha sufrido una desaceleración relevante, esto parece ser un fenómeno que podría no tener implicancias en los costos. De hecho, el crecimiento de los salarios nominales ha continuado cayendo, lo que apunta a que el incremento del empleo durante los últimos trimestres no ha modificado de manera relevante las holguras en el mercado laboral.

La información respecto al ritmo de crecimiento económico en los Estados Unidos durante el segundo trimestre del presente año, junto con otros indicadores coyunturales relacionados con el consumo privado, la inversión, la actividad industrial e inmobiliaria y los buenos resultados de las empresas han disminuido el riesgo de una desviación sustancial del escenario de robustecimiento de la actividad en el segundo semestre y el próximo año en la economía norteamericana. Esto, además, ha facilitado un entorno financiero global menos turbulento, producto de menores riesgos de deflación, lo que ha incrementado los retornos a las inversiones de renta fija y riesgo reducido. El precio del cobre ha seguido una tendencia al alza, en línea con las mejores perspectivas para la economía global. Sin embargo, a pesar de estas buenas noticias, el elevado nivel del precio del petróleo, junto con las recientes mayores turbulencias económicas en Brasil, muestran que aún subsisten fragilidades que mantienen la incertidumbre del entorno internacional, especialmente en el mediano plazo. Asimismo, a pesar de las noticias alineadas con el escenario central considerado hace algunos meses, el balance de riesgos para el crecimiento de los Estados Unidos continúa sesgado a la baja.

En Chile, los mercados financieros han reflejado en general condiciones algo menos expansivas para la política monetaria. Por un lado, el monto de los créditos de consumo detuvo su escalada, manteniéndose estable desde hace un par de meses. Por otro, las tasas de interés de colocación en pesos para estos mismo créditos han tenido un cierto incremento, y los distintos agregados monetarios se han desacelerado de manera relevante. El peso, en tanto, ha sufrido vaivenes desde la última reunión de política monetaria, reflejando el incremento en los diferenciales de tasas externas e internas, el deterioro de los términos del intercambio y, en lo más reciente, las turbulencias en Brasil. En términos reales, el peso se mantiene en niveles por sobre los supuestos en la ronda más reciente de proyecciones. Ello es en parte reflejo de las condiciones de debilidad en los términos del intercambio, pero además pareciera ser una de las formas como la economía se ajusta a la desaceleración de la actividad a lo largo del primer semestre.

El crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre se ubica, aproximadamente, medio punto por debajo de lo proyectado hace cuatro meses en el *Informe* de mayo. Esto, producto principalmente de la caída de la industria entre trimestres. Aunque no es fácil determinar con precisión las razones tras lo anterior, pareciera que los factores más relevantes



son tres. Por un lado, el aumento de la competencia que enfrentan ramas manufactureras relevantes, como las textiles, que sustituyen importaciones. En el curso del último año, las importaciones de bienes de consumo desde Argentina y Brasil se han incrementado en 50%, y estas importaciones alcanzaban el año 2000 a un 16% del valor agregado industrial doméstico de los sectores con los que compiten. En segundo lugar, se aprecia que la desaceleración de los socios comerciales en el segundo trimestre coincide con la caída de las exportaciones industriales (más allá de factores de oferta en sectores como salmones y celulosa) y con la desaceleración de las ramas industriales exportadoras. En tercer lugar, el deterioro de los términos del intercambio y la detención del proceso de reaccumulación de durables y, en particular, el menor dinamismo observado del gasto interno, pueden haber incidido en aquellos sectores orientados al mercado interno.

La mejoría de los indicadores de gasto —en particular de consumo privado— iniciada a mediados del año pasado tendió a debilitarse en el curso del segundo trimestre. Las ventas de bienes durables se han mantenido esencialmente constantes desde el primer trimestre de este año, al igual que las ventas de viviendas nuevas. Junto a esto se ha dado un leve deterioro de las expectativas de los hogares, luego del repunte que tuvieron luego del fin de la guerra en Irak, así como la desaceleración de las colocaciones de consumo. En todo caso, se espera un gradual fortalecimiento del crecimiento en lo que queda de este año, empujado por la recuperación de la actividad global y el hecho que la caída de la industria, trimestre a trimestre, no debiese persistir. Los efectos de la mayor competencia externa y de la desaceleración de los socios comerciales ya han ocurrido en el primer semestre, mientras que otros aspectos, de carácter técnico, como la menor producción de remolacha, ya están internalizados en el nivel de actividad esperado para el resto del año. Asimismo, los actuales niveles de empleo debiesen evitar deterioros adicionales de la confianza de las personas.

En el ámbito de la inflación, las tendencias más subyacentes se han mantenido, en promedio, dentro de los rangos esperados hace unos meses atrás. Sorpresas en una dirección en algunos meses se vieron compensadas con posterioridad por sorpresas en la dirección opuesta, en particular durante el mes de julio, cuando se apreció una caída relevante en la inflación subyacente. En todo caso, los antecedentes de los meses pasados, en su conjunto, ratifican el diagnóstico de una tendencia gradual de aceleración de la inflación subyacente. Las expectativas de inflación de mediano plazo han tenido un suave incremento, desde niveles de 2,5% anual hasta cifras en torno al 3%. Esto está en línea con las perspectivas de mediano plazo presentadas en el último *Informe* junto con el probable impacto del aumento de IVA en la inflación anual.

La persistencia de la tendencia de aceleración gradual de la inflación subyacente durante los próximos trimestres está condicionada a una serie de factores. El principal es el grado de cierre de brechas, o equivalentemente en este horizonte, el ritmo de crecimiento efectivo que tenga la actividad económica. Otros factores que presentan una mayor incertidumbre que la habitual, son la trayectoria de los costos laborales unitarios y la inflación importada. Las mediciones en la práctica de ambas variables han tenido incrementos superiores a los esperados. Sin embargo, esto podría implicar solo un adelantamiento de la trayectoria esperada para el mediano plazo. Además, es posible que las medidas efectivas sean en realidad inferiores a las que capturan las estadísticas habituales. Indicaciones de esto son, por ejemplo, la fuerte competencia mencionada que enfrenta el rubro textil, así como el débil incremento anual de las remuneraciones. Independientemente de esto, se espera que la inflación anual del IPC continúe descendiendo en el curso del tercer trimestre, para luego remontar a cifras en torno a 3% hacia fines de año y descender nuevamente en el primer trimestre del próximo año. En el curso del segundo semestre del año 2004 la inflación anual del IPC tendería a asemejarse a la inflación subyacente.

Con todo, las expectativas respecto al curso de la economía y de la política monetaria han reaccionado solo levemente al escenario coyuntural de menor dinamismo. Posiblemente, ello revela que los mercados y los analistas esperan un mediano plazo más dinámico, con presiones inflacionarias afianzadas en torno al 3%, junto a una gradual reducción del impulso de la política monetaria. Por ahora, no hay antecedentes suficientes para descartar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características similares a las



consideradas por el consenso, aunque persiste la preocupación de que la aceleración esperada de la actividad no se concrete.

I. Escenario Internacional

En las últimas semanas se han hecho más probables las perspectivas para el escenario internacional en términos de crecimiento más robusto, reduciéndose los riesgos a la baja, especialmente para el presente año. Para el año 2004, en tanto, se mantiene un cierto grado de incertidumbre respecto de la sostenibilidad de la recuperación en marcha. Además, los términos de intercambio se presentan hoy más deteriorados, principalmente por la trayectoria al alza del precio del petróleo, la cual podría persistir por más tiempo del previsto.

En efecto, si bien la mayor parte de los países industrializados pasaron por un segundo trimestre débil, los resultados preliminares para el PIB de Estados Unidos del segundo trimestre y los primeros indicadores para el tercero, relacionados con el consumo privado, confianza del consumidor, actividad industrial, actividad de servicios e inmobiliaria, permiten anticipar que en la segunda mitad del año, el mundo retomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por la economía estadounidense. Contribuyen a esto las políticas monetarias expansivas que se han aplicado a lo largo del año, la política fiscal agresiva de Estados Unidos y las condiciones financieras favorables que se observan en los mercados internacionales.

En las últimas semanas, varios de los elementos de riesgo a la baja que acompañaban el escenario base de proyección han continuado reduciéndose. En efecto, los indicadores de la economía de Estados Unidos recientemente divulgados entregan señales positivas respecto de la recuperación, haciendo menos probable un crecimiento más lento del considerado en el escenario central para el presente año. Sin embargo, hoy permanece la preocupación respecto del momento y la sostenibilidad de la recuperación, pues la capacidad inutilizada puede retardar el repunte de la inversión y del empleo, y las brechas existentes entre ingresos y gastos, pueden restar impulso a su demanda interna y llevar a ajustes contractivos. Del lado de las economías emergentes, el impacto del Síndrome Agudo Respiratorio Severo sobre la actividad en Asia ha desaparecido como elemento de riesgo.

Sin embargo, vuelven a estar presentes los riesgos asociados a las principales economías de América Latina, los que no pueden descartarse en su totalidad mientras no se solucionen los problemas estructurales que las afectan. Por último, el alza del precio del petróleo es un nuevo elemento de riesgo para la actividad mundial. Con todo, los riesgos del escenario central que enfrenta la economía chilena, si bien se han ido balanceando para el presente año, permanecen a la baja en el horizonte de proyección.

En línea con la mencionada evolución de los mercados internacionales, el precio del cobre mantiene una trayectoria al alza, alcanzando en julio un promedio de US\$0,775 la libra, mientras que en lo que va corrido del año, el promedio es de US\$0,753. En la medida que la recuperación de la actividad mundial se consolide, el precio de este *commodity* debiera promediar en torno a US\$0,80 la libra en el último cuarto del año. De este modo, para el año 2003 se eleva la proyección en un centavo la libra a US\$0,77, con una trayectoria al alza en línea con la recuperación esperada para la actividad mundial. Para 2004 se proyecta un precio promedio de US\$0,82 la libra y para 2005 del orden de US\$0,85.

Durante julio el precio del petróleo continuó al alza, situándose en promedio en US\$28,4 el barril, y en lo que va corrido del año en US\$28,7 el barril. Esta evolución se explica por el lento retorno del petróleo iraquí al mercado, la disminución de la producción de países de la OPEP, que se han ajustado a las cuotas establecidas por esta organización, y el fuerte incremento en la demanda de gasolina, particularmente en Estados Unidos. Por su parte, los contratos futuros muestran precios entre US\$27 y US\$28 el barril en las últimas semanas para el cuarto trimestre de este año, convergiendo a un nivel de US\$23 el barril a partir de 2005. En resumen, el precio promedio de petróleo durante este año se situaría en algo más de US\$28 el barril, aproximadamente US\$1 por sobre al considerado en la reunión pasada. Hacia el año 2004, en la medida que retorne el petróleo iraquí a los mercados, se estima promediaría entre US\$24 y 25 el barril (US\$1 el barril más que el considerado en julio). Para el año 2005 se



proyecta que el barril del crudo promediará US\$23, cifra que en mayo pasado se anticipaba para el próximo año.

En los mercados financieros internacionales destacó el aumento en el rendimiento de los bonos de largo plazo, que revirtieron la caída registrada desde mayo. Este comportamiento se asocia, principalmente, a que se han disipado los temores de deflación y, por lo tanto, de uso de políticas no convencionales por parte de la Reserva Federal, como compra de bonos de largo plazo, a lo que se agregaron indicadores de actividad de Estados Unidos mejores a los esperados.

En relación con las paridades, el euro se ha depreciado con respecto del dólar, en la medida que los mercados percibieron una recuperación económica en Estados Unidos más fuerte que en la zona euro. Finalmente, las bolsas continuaron con una moderada trayectoria al alza, en línea con los indicadores de actividad y resultados de empresas que se fueron divulgando en las últimas semanas.

En Estados Unidos no se esperan movimientos en la tasa de política sino hasta mediados de 2004, por cuanto la recuperación en marcha se está produciendo con elevados niveles de capacidad inutilizada. En la zona euro, en tanto, una parte del mercado continúa esperando un mayor relajamiento de la política monetaria en la segunda mitad del año, en la medida que la ausencia de presiones inflacionarias, el deprimido estado de la actividad en la región y la fortaleza del euro sigan estando presentes.

Luego de una relativa estabilidad de los mercados financieros emergentes durante el mes de julio, en la última semana América Latina vuelve a ser noticia, principalmente por los hechos acontecidos en Brasil. En efecto, durante estos días tanto los *spreads* soberanos como las monedas y bolsas, revirtieron en parte la positiva trayectoria de los meses previos. Esto da cuenta que en la medida que no se solucionen los problemas estructurales de algunas de las principales economías de América Latina, no se pueden descartar períodos de mayor volatilidad en adelante.

Respecto de los flujos de capitales hacia economías emergentes, las proyecciones para el presente año se han ajustado al alza, coherentes con el incremento observado en los indicadores de apetito por riesgo y el aumento de capitales hacia fondos mutuos de economías emergentes, especialmente de fondos accionarios.

II. Mercados Financieros

Durante las últimas semanas se ha observado que las condiciones monetarias son en el margen algo menos expansivas, situación que se ha reflejado en diversos indicadores financieros.

En efecto, las tasas de interés de las operaciones nominales del sistema financiero a partir de junio comenzaron a insinuar una tendencia al alza. Esta evolución ha afectado en mayor medida a los créditos asociados a personas, principalmente para operaciones de hasta 1.000 Unidades de Fomento. Sin embargo, colocaciones de montos superiores a 5.000 UF — generalmente a empresas— se han mantenido durante gran parte de este año en torno a 7%.

Lo anterior podría estar determinando el menor dinamismo de las colocaciones totales y, en particular, la desaceleración de los créditos de consumo en los últimos meses, los que han prácticamente detenido su crecimiento luego de varios trimestres de expansión.

Por su parte, los agregados monetarios más líquidos presentaron en julio una desaceleración, con lo que la variación anual del dinero (M1A) se volvió a ubicar bajo el 20%. De igual forma el M2A anotó en julio una caída mensual, llegando su variación anual a 1,2%, la menor desde febrero de 1984. El M7, en tanto, ha tenido expansiones entre 6% y 7% anual en los últimos dos meses, comportamiento explicado por la mayor preferencia de las AFP por inversiones en el exterior, así como también por acciones y bonos corporativos en el mercado local.



Respecto de las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile, las de corto plazo de los instrumentos reajustables (BCU-5) descendieron durante las últimas semanas. Las de largo plazo, por su parte, se han mantenido relativamente estables, destacando el aislamiento respecto de los movimientos de las tasas externas, que se han empinado fuertemente en lo más reciente.

Las tasas de los documentos nominales de corto plazo (PDBC) se sitúan al igual que a comienzos de julio por sobre la tasa de política monetaria (levemente bajo 3%). Con ello, a partir de la curva *forward* es posible deducir que los agentes continúan esperando un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base el próximo mes y de otros 50 puntos hacia fines de año, al igual que lo esperado en la reunión pasada y en mayo último. La encuesta de expectativas de agosto señala un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base recién a comienzos de 2004.

En tanto, las tasas de interés de los Pagarés del Banco Central en pesos se han incrementado en lo más reciente, esencialmente en el tramo más largo —más de 30 puntos base a cinco años— llevando las expectativas de inflación a superar el 3%.

El mercado de renta fija del sector privado, durante julio, mantuvo las condiciones crediticias de los meses previos, utilizándose las emisiones de bonos corporativos principalmente para reestructurar pasivos. Es así como las tasas de interés de estas colocaciones registran TIR medias similares a los promedios de los meses anteriores, mientras las tasas de las letras de crédito se sitúan en niveles considerados como mínimos históricos.

Tipo de Cambio

Desde la reunión pasada, el tipo de cambio se ha ubicado entre \$695 y \$710 por dólar, presentando una mayor estabilidad respecto de los meses anteriores. Sin embargo, en los últimos días el peso ha incrementado su volatilidad, asociada a nuevas turbulencias financieras en Brasil.

Las expectativas implícitas en las cotizaciones de *Bloomberg* indican que el dólar se mantendrá en torno a su valor actual en el corto plazo, cerrando en \$707 por dólar a fines de este año. La trayectoria creciente de los diferenciales nominales y reales de largo plazo, que se ha explicado principalmente por los incrementos de las tasas externas en las últimas semanas, es coherente con perspectivas de apreciación real a mediano plazo y la reciente pérdida de valor nominal del peso, también afectada por una evolución menos favorable de los términos de intercambio. En términos bilaterales, destacó en julio que la moneda chilena detuvo su depreciación real respecto de las principales monedas de la región.

Actividad bursátil

En julio, el mercado accionario internacional estuvo caracterizado por expectativas de reactivación de Estados Unidos con un crecimiento mensual del *Dow Jones* de 2,4% y del *Nasdaq* de 6,3%. Tanto el índice de ADR de América Latina como el indicador de ADR de acciones chilenas, siguieron la trayectoria de las bolsas mundiales, con expansiones en julio de 4,6% y 8,7%, respectivamente.

El mercado bursátil local, que crece algo más de 6% en pesos y en dólares en julio, se ha visto favorecido por el aumento de los precios del cobre y la celulosa, así como también por los buenos resultados de las empresas locales durante el segundo trimestre y las noticias de la aprobación del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos.

III. Actividad y Empleo

La actividad del segundo trimestre estuvo marcada por un resultado menor al anticipado un mes atrás, estimándose una expansión del PIB de 2,7% anual, cifra medio punto porcentual por debajo de la considerada en mayo. El bajo dinamismo del sector industrial a lo largo del trimestre, particularmente en junio, explicó parte relevante del ajuste.



La demanda interna, por su parte, se estima crecerá 3,4% en el segundo trimestre, valor inferior al proyectado en julio (3,9%) y a lo previsto en el *Informe* de mayo (4,2%). La evolución de las exportaciones y de las existencias en el trimestre, habrían marcado las diferencias con lo previsto anteriormente.

Aunque no existe una explicación precisa para la evolución reciente de la actividad del sector industrial, hay tres factores que aparecen como relevantes. Primero, está la mayor competencia que enfrentan ramas productivas importantes del sector dedicadas a la sustitución de importaciones, como textiles y calzados. Las importaciones de bienes desde Argentina y Brasil aumentaron 50% durante el último año, con un impacto no despreciable en el valor agregado de la industria (cerca de 15% según valores del año 2000). Segundo, está la menor actividad de algunos de los sectores exportadores de la industria, que reflejaría el lento dinamismo de los principales socios comerciales de Chile. Por último, el deterioro de los términos de intercambio y la detención del proceso de reacumulación de bienes durables pueden haber incidido en el menor dinamismo del gasto interno y en los sectores orientados al mercado interno.

Otros elementos algo más transitorios a lo largo del segundo trimestre fueron: (1) la baja producción nacional de azúcar; (2) la menor producción de combustibles por ajustes técnicos en el proceso; y (3) la producción de tabaco que continúa mostrando cifras negativas.

Para los períodos siguientes se espera alguna recuperación de la actividad del sector industrial coherente con la transitoriedad que se le asigna a parte de los factores antes señalados.

Otros sectores, como minería, agricultura, electricidad, gas y agua y comercio sufrieron cambios de menor magnitud y en distintas direcciones a lo largo del trimestre. El cambio de minería, el más importante dentro de este subconjunto, se debió al subcumplimiento de programas de producción por parte de las grandes mineras, con un crecimiento menor al proyectado.

Proyecciones para el tercer trimestre del año apuntan a un crecimiento del PIB del orden de 3,5%, donde el dinamismo del sector minero (11% anual) tendría un papel relevante, así como también del sector construcción (4%). De esta forma, se estima que para el año en su conjunto el crecimiento del PIB estará en torno a 3,2%, valor marginalmente menor al previsto en el *Informe* de mayo.

Dentro de este crecimiento del PIB, el aumento de las exportaciones (11% anual), dada la baja base de comparación de las de cobre durante el año 2002, es lo más sobresaliente. La demanda interna, a su vez, tendría un incremento menor el tercer trimestre, 1,8% anual, aunque para el año en su conjunto sostendría un aumento similar al del PIB.

Demanda interna

Los indicadores de consumo habitual, como las ventas de supermercados, tuvieron resultados negativos en junio, revirtiendo la recuperación parcial de su tendencia en el caso de los datos de la Cámara Nacional de Comercio, o mostrando un freno en su crecimiento para los datos del Instituto Nacional de Estadísticas. La trayectoria poco dinámica del consumo habitual explica parte importante de la evolución global del consumo, por cuanto representa el componente principal del mismo, y es a su vez el que ha demorado más en mostrar un repunte marcado durante este ciclo.

A su vez, los indicadores parciales del componente durable del consumo registran resultados mixtos en junio. Es así como, la porción durable de las ventas minoristas de la Cámara Nacional de Comercio cae fuertemente en términos de niveles desestacionalizados, en tanto que las ventas de automóviles recuperan dinamismo más rápidamente de lo esperado después del *peak* producido a fines de 2002. Dada la relación de estas series, la trayectoria reciente de las ventas de automóviles pudiera ser un indicio de una reversión de la caída de las ventas de los bienes de consumo durable en adelante.



En general, la evolución del consumo ha estado ligada al deterioro parcial en las expectativas de los agentes. En efecto, luego de recuperarse tras el fin de la guerra en Irak, junio y julio han estado marcados por una menor confianza de los consumidores respecto de la situación económica futura de acuerdo con las mediciones de Adimark. Es posible que, pese al mejor panorama del mercado laboral, la mantención del precio del petróleo en niveles elevados, así como algunas noticias locales estén detrás de las poco favorables expectativas. Mediciones alternativas, como la encuesta de percepción y expectativas sobre la economía elaborada por la Universidad de Chile, muestran resultados positivos para junio respecto de marzo, que no son distintos, tomando en consideración estos meses, a los de Adimark.

La evolución de las existencias ha estado por debajo de lo previsto. Por un lado, la relación entre producción y ventas industriales cayó a lo largo de todo el segundo trimestre. Por otro, los resultados de la encuesta de inventarios que realiza el Banco Central, muestra para el segundo trimestre una acumulación significativamente menor que la del primero. Por último, el volumen de las importaciones de bienes de consumo muestra una recuperación en julio, retornando a los niveles de fines del primer trimestre.

Respecto de la inversión, la información del segundo trimestre confirmó el panorama de mayor dinamismo que se anticipaba. Por componentes, la información de junio y julio indicó un debilitamiento en el de maquinaria y equipos, tanto a partir de la evolución de las ventas como de las importaciones de bienes de capital.

Por el contrario, la información del sector inmobiliario tanto para junio como para el segundo trimestre anotó una mejora en términos de nivel de ventas. En el caso de la Cámara Chilena de la Construcción, los datos de junio mostraron ventas de 1.132 unidades, disminuyendo notoriamente los meses para agotar el *stock* a 12,9, nivel comparable con el *peak* de mediados del año 2002.

Fuentes alternativas provenientes de la Consultora *Collect*, muestran niveles de ventas cercanos a las 6.400 unidades en el segundo trimestre, con un aumento anual de 37%. Contrariamente con esta evolución estuvieron los permisos de edificación, que en junio mostraron una contracción de su tendencia.

Respecto del componente de obras de ingeniería, la información del catastro de proyectos de inversión a junio de 2003 —Corporación de Bienes de Capital— indicó un ajuste a la baja menor en la inversión proyectada para 2003 respecto del anterior catastro (marzo). El cambio se concentró en el sector forestal por el atraso en el cronograma de ejecución de proyectos específicos. Con esto, y considerando que de acuerdo con la evolución histórica de esta información los datos para el año 2003 no debieran sufrir ajustes relevantes en adelante, se estima que la inversión en obras de ingeniería crecería del orden de 9% en el año. Esta cifra muestra una recuperación relevante de este tipo de inversión, considerando que entre 1999 y 2002 tuvo caídas anuales promedio de 17% (3% en 2002).

Política Fiscal

Durante mayo, el balance global del gobierno central, en términos desestacionalizados, se hizo más deficitario que durante los meses previos, debido a que los ingresos totales del gobierno acentuaron la trayectoria decreciente registrada durante todo el año. Más aún, por primera vez en el año, los ingresos presentaron una caída de 1,6% en doce meses. Por su parte, tal como se esperaba, los gastos totales —principalmente inversión pública— continuaron registrando una aceleración de su crecimiento anual. La inversión registró una variación real anual positiva, fenómeno no observado desde fines de 2002.

Información recientemente publicada por la Dirección de Presupuestos reafirmó el cumplimiento de la meta de superávit estructural de 1% y la obtención de un déficit fiscal contable de 0,7% del PIB en 2003. En este resultado confluyen una serie de elementos que afectan a los ingresos en ambas direcciones: (1) las menores proyecciones de crecimiento para el PIB y la demanda —en torno a 0,5 puntos porcentuales respecto de lo supuesto en la



elaboración del presupuesto—; (2) el resultado de la operación renta; (3) la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea; (4) el aumento del IVA recientemente aprobado; (5) los menores excedentes del cobre; y (6) el menor valor estimado de los ingresos por concesiones de empresas sanitarias, debido a ajustes en el nivel de gasto compensatorio (US\$300 millones) anunciado en junio.

Sector externo

Información preliminar del primer semestre llevó a corregir las estimaciones previas de volúmenes y precios de exportaciones e importaciones, corrección que fue especialmente relevante en estas últimas.

En el caso de las exportaciones, se estima que el volumen del total de los envíos creció 1,3% en el segundo trimestre, proviniendo el principal impulso de las exportaciones agrícolas que aumentaron en volumen 13,4% en el período. El quantum de los envíos industriales aumentó 0,8%, a la vez que el de los productos mineros cayó 1,2%. Proyecciones para el tercer trimestre, apuntan a un incremento relevante en el dinamismo de los volúmenes exportados, los que crecerían del orden de 13%, con aumentos de 21% y 9% en el sector minero —donde destaca la baja base de comparación del año 2002— y agrícola, respectivamente. Los envíos industriales en tanto, crecerían algo menos de 5%.

La incorporación de información respecto de importaciones desde Zona Franca significó un cambio relevante para las cifras previamente estimadas para el segundo trimestre. Es así como el total de importaciones para el período aumentó cerca de US\$200 millones, implicando un crecimiento anual de los volúmenes importados de 5,5%, 2,9 puntos porcentuales por sobre la estimación previa. Con esto, el volumen de las compras al exterior de bienes de capital creció 9,7%, a la vez que las de consumo aumentaron 9,5%. Las de bienes intermedios, a su vez, subieron marginalmente (0,5%). Para el tercer trimestre se anticipa que las importaciones totales tendrían un aumento de volumen del orden de 6%, con incrementos de 9% las de consumo, 6% las intermedias y 4,4% las de capital.

Información de julio indica que las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.773 millones, lo que representa un aumento de 27% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, aumentaron en 29% al anotar internaciones por US\$1.661 millones. Estos importantes aumentos anuales se justifican tanto por niveles elevados en el mes, como por bajas bases de comparación. El saldo comercial resultante estaría en torno a los US\$230 millones.

Mercado laboral

Durante el trimestre móvil finalizado en junio, el panorama del mercado laboral comenzó a mostrar signos marginales de desaceleración de acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadísticas. Es así como el empleo total tuvo un moderado crecimiento, creando solo 6 mil nuevos puestos de trabajo respecto de mayo, en términos desestacionalizados. Éstos fueron explicados principalmente por el aumento de los programas de empleo público, toda vez que el empleo privado mostró un aplanamiento.

La tasa de desempleo —descontando efectos estacionales— se estabilizó con respecto del trimestre anterior, lo que se explicó, principalmente, por la moderada caída en la tasa de participación (53,3% *versus* 53,4% en mayo) y en los desocupados de la fuerza de trabajo. Cabe destacar, además, que la tasa de desempleo de la fuerza de trabajo primaria (6,4%) detuvo la caída iniciada a mediados de 2002.

Por su parte, de acuerdo con la encuesta de ocupación y desocupación que levanta la Universidad de Chile, en junio la tasa de desempleo desestacionalizada para el Gran Santiago se situó en 12,9%, levemente menor a la registrada en marzo y en igual período de 2002 (entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales por debajo). La duración del desempleo se mantuvo en 5,2 meses y la cantidad de horas promedio trabajadas se redujo levemente, ambas cifras contrastadas respecto de marzo pasado.



Las vacantes para julio, descontando efectos estacionales, detuvieron la caída sostenida durante la mayor parte del año, con un alza de los niveles en el margen. La evolución de este indicador está probablemente más ligada al empleo formal, que es aquel que precisamente mayor debilidad ha mostrado en el año. En efecto, esta porción del empleo, además de exhibir tasas de crecimiento en doce meses inferiores a las del empleo total durante el año 2003, sus tasas de crecimiento anual han sido cada vez menores.

Al igual que el agregado del empleo privado, en el trimestre móvil abril-junio la mayoría de los sectores económicos mostraron un menor dinamismo con respecto del trimestre móvil anterior. Destacó la fuerte caída del empleo en el comercio, cuyo nivel de ocupación —descontados efectos estacionales— disminuyó en alrededor de diez mil puestos de trabajo respecto del período anterior. Por su parte, el sector servicios comunales, sociales y personales registró el mayor crecimiento en doce meses desde fines de 2001, lo que se tradujo —en términos desestacionalizados— en la creación de cerca de veinte mil puestos de trabajo adicionales con respecto del trimestre móvil anterior.

IV. Precios y Costos

En julio el IPC tuvo una variación de $-0,1\%$, cifra por debajo de las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes y de las señaladas por el mercado. En cuanto a la inflación subyacente, tanto el IPCX como el IPCX1 tuvieron una variación similar a la del IPC total. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a $3,1\%$ en julio, mientras que los del IPCX e IPCX1 se ubicaron en $2,5\%$ y $2,6\%$ respectivamente.

Medidas alternativas de inflación subyacente también mostraron trayectorias a la baja en julio. Por un lado, el IPCX2 —que elimina de la medición los ítems en términos relativos más volátiles del IPC— mostró una variación nula en el mes, con lo que su incremento anual descendió a $2,8\%$. A su vez, el indicador de medias podadas —que corrige la no normalidad de la distribución de precios— retomó una trayectoria de inflación anual descendente para el IPCX1.

La inflación de julio estuvo marcada por una caída generalizada en la mayor parte de los rubros del IPC. Fue así como al aumento promedio en el precio de la gasolina se restó el efecto compensatorio del descenso de otros combustibles como el gas licuado. A ello se sumó la continuación de la estacionalidad negativa en los precios del rubro vestuario y la caída en el agregado de los precios de los productos perecibles y médicos. En el caso de los primeros, contrario a la habitual estacionalidad de mediados de año, no se verificó un aumento relevante en productos específicos —tomates— que en años previos han sido fuente importante de mayor inflación es esta época del año. Respecto de los segundos, la internación de productos desde mercados de origen más baratos incidió en un descenso relevante de los precios promedio de este rubro.

Por el lado de los salarios, en junio las remuneraciones nominales nuevamente registraron variaciones anuales inferiores a las de meses previos. Medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, éstas alcanzaron $3,6\%$ y $3,5\%$, respectivamente. Este menor incremento de los salarios nominales se ha producido en conjunto con un aumento en el empleo, por lo que podría asociarse con un ajuste de salarios coherente con las holguras presentes en el mercado del trabajo.

Pese a este comportamiento favorable de los salarios, la caída más rápida de la productividad ha implicado un aumento de los costos laborales unitarios en el transcurso del año. Pese a la desaceleración relevante de la productividad, esto parece ser un fenómeno que podría no tener implicancias en los costos, por cuanto corresponde a un adelantamiento de una trayectoria ya incorporada en las proyecciones.

Las expectativas de inflación del sector privado deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, aunque muestran un aumento respecto de la anterior reunión, se ubican en torno a 3% . Es así como a dos años plazo la inflación esperada está en torno a $2,7\%$ - $2,9\%$, en tanto que a cinco años, las expectativas han oscilado entre 3% y $3,2\%$. Por su



parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 3,0% tanto para un año como para dos años plazo, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

Perspectivas de corto plazo

De acuerdo con estimaciones iniciales, en agosto el IPC tendría una variación mensual en torno a 0,2%. Pese al aumento que se espera para el precio de los combustibles durante el mes, la continuación de la estacionalidad favorable del vestuario e incrementos por debajo de lo habitual en el precio de algunos perecibles (tomates) explican parte del resultado. Se suma el rezago de los descensos de precios de algunos productos médicos que determinaron la variación del IPCX1 en julio. Con esto, el incremento anual del IPC se situaría cercano a 2,9%.

La evolución reciente del tipo de cambio y el precio internacional de los combustibles podría implicar cambios en el precio de las tarifas durante el tercer y cuarto trimestre. En el caso particular de la locomoción colectiva, la posibilidad de que el tipo de cambio promedio alcance niveles en torno a \$710 por dólar en el mes, junto a los aumentos esperados del precio del diesel, implicarían un incremento de \$10 en la tarifa durante septiembre u octubre. La consolidación del escenario base para el precio del petróleo, sumado a un retorno del tipo de cambio a niveles más próximos a los \$700 por dólar, harían que el aumento de la tarifa fuera revertido antes de finalizar el año 2003.

Así, la inflación del tercer trimestre se enmarcaría dentro del rápido descenso de la inflación anual del IPC que se prevé, la que a fines de septiembre estaría cercana a 2,5%. En especial, la no repetición de las altas inflaciones de igual período de 2002 (1,2 puntos porcentuales entre agosto y septiembre, por aumentos de los combustibles, locomoción colectiva y perecibles) llevaría a este resultado. La inflación del cuarto trimestre incorpora el efecto del aumento en el IVA, estimado en esta ocasión en 0,5 puntos porcentuales para el cuarto trimestre del año (0,4 puntos porcentuales en la anterior reunión).

Con todo, la inflación del IPC para fines de 2003 se estima en 3,1%, por debajo de proyecciones previas debido a: (1) el supuesto de que parte de la menor inflación de julio —la asociada al precio de los pañales— tiene un carácter algo más permanente; y (2) un ajuste a la baja en la inflación de los perecibles, dada la no repetición de su habitual estacionalidad.

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento anual del IPCX permanecería en niveles del orden de 2,5% en lo que resta del tercer trimestre, para luego aumentar hasta 3,3% en parte importante por el impacto del aumento del IVA. El IPCX1, en tanto, tendría una trayectoria sostenida de aumento en su tasa de inflación anual, llegando ésta a 3,8% en diciembre. Ambas mediciones están por debajo de estimaciones previas, una vez incorporado el efecto de la menor inflación de julio y la mantención de parte de su descenso en los meses próximos.

Proyección de corto plazo IPC e IPCX

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
Jul	3,1	2,5	2,6	-0,1	-0,1	-0,1	28,5	701	-
Ago	2,9	2,5	2,7	0,2	0,1	0,2	29,6	710	-
Sep	2,5	2,6	2,8	0,4	0,4	0,4	27,8	703	+ 10
Oct	2,2	2,7	3,1	0,6	0,5	0,5	27,0	702	-10
Nov	2,5	3,1	3,5	0,2	0,3	0,3	27,0	701	
Dic	3,1	3,3	3,8	0,1	0,3	0,4	27,0	700	
Ene	2,8	3,4	4,0	-0,1	0,1	0,2	26,6	702	



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

Se retira de la Sala la señora Bernardita Piedrabuena K.

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Aunque el mercado laboral continuaba mostrando dinamismo, los datos de actividad indicaban, al igual que en junio, que el crecimiento del segundo trimestre sería inferior al esperado. Si bien el panorama de precios se mantenía aproximadamente dentro de los márgenes previstos, la inflación IPCX1 se estaba acelerando algo más rápido que lo proyectado.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de julio fue menor que la esperada, sorpresa que se concentró especialmente en el IPCX1. Con esto, se han revertido las noticias de los últimos dos meses y la inflación subyacente está de vuelta en la senda esperada en el *Informe de Política Monetaria* anterior.
 - Por el lado de los costos, el precio del petróleo ha continuado aumentando. Los costos laborales unitarios medidos (aunque no necesariamente los efectivos) siguen creciendo algo más rápido que lo previsto, a pesar de que continúa la desaceleración de los salarios. El tipo de cambio real, por último, se mantiene elevado y los precios efectivos de importación no combustible están cayendo en 12 meses.
 - Los indicadores de junio confirmaron que el crecimiento del segundo trimestre fue inferior al esperado en el último *Informe de Política Monetaria*, especialmente en el sector industrial. A esto se sumaron señales adicionales de menor dinamismo del mercado laboral y un nuevo deterioro, sorpresivo, de las expectativas de los hogares. Los datos de comercio exterior de julio, en todo caso, son coherentes con la evaluación de que parte de la desaceleración del sector real es transitoria.
 - En el margen, los riesgos de que se postergue el esperado aumento en el crecimiento global siguen disminuyendo, particularmente en Estados Unidos. El precio del cobre se ha incrementado cerca de 5 centavos de dólar por libra en el último mes.
3. A la luz de estas noticias y del conjunto de antecedentes revisados en la minuta de política monetaria, las opciones de política son algo diferentes a las que se han analizado en las últimas reuniones. Por un lado, las opciones que ameritan discusión son más amplias ya que no es posible descartar sin más la opción de bajar. Así, las opciones que se analizan son tres: disminuir, mantener o aumentar la tasa de política monetaria. Por otro lado, y en comparación a las reuniones recientes, los argumentos a favor de la mantención parecen ser relativamente más firmes.
4. Cabe recordar que en la reunión del mes pasado se argumentó que no era sencillo descartar analizar un recorte de la tasa de interés como una opción. La situación en esta reunión es parecida. Las malas noticias del sector real siguen indicando que existe un riesgo de que las holguras sean más persistentes y, consecuentemente, se dé una menor inflación que la esperada en los próximos trimestres. Se podría argumentar, entonces, que habría espacio para tomar medidas preventivas en contra del riesgo de que la inflación disminuya persistentemente hacia el piso del rango meta, o por debajo de él.
5. Sin embargo, hay varios argumentos en contra de un movimiento de este tipo. Primero, no hay antecedentes directos para concluir que este riesgo sea elevado (el IPCX1 retornó a la trayectoria de gradual aceleración esperada en el último *Informe de Política Monetaria*, y el panorama del sector real todavía no se ha modificado de manera sustancial). Segundo, en los últimos meses se han acumulado mayores presiones de costo. Ello ya se refleja en



expectativas de inflación de mediano plazo que se ubican en 3% y más. Tercero, y más importante, los antecedentes disponibles están lejos de ser suficientes para argumentar a favor de la conveniencia de una secuencia de recortes de tasas de interés. Así, un recorte en las circunstancias actuales debería ser comunicado como una acción de política aislada, lo que no tiene un sentido claro.

6. Por el contrario, y al igual que el mes pasado, la principal justificación para aumentar la tasa de interés en esta reunión es adelantar un proceso de alzas de tasas que ocurrirá con elevada probabilidad en el futuro. Debido al marcado sesgo expansivo que ha tenido la política monetaria por varios trimestres, se puede esperar que, en el escenario central y en un futuro no muy lejano, la tasa de interés vuelva a estar más cerca de su nivel neutral. El mercado así lo estima: la curva forward señala que la tasa de política monetaria aumentará 75 puntos base hasta fin de año. Adelantar esa decisión tiene beneficios, ya que permite asentar las expectativas de inflación en torno a 3% y reafirmar el compromiso con la meta de inflación. De hecho, como se comentó, las expectativas de inflación del mercado han tendido a aumentar en los últimos tres meses y una pequeña alza en la tasa de política monetaria, por ejemplo de 25 puntos base, serviría para ordenar este proceso.
7. En contra de esta opción también hay argumentos de peso. Primero, existen dudas fundadas de que algunos de los factores que indican mayores presiones de costos efectivamente se traduzcan en la mayor inflación que los parámetros históricos señalan. Además de las mayores holguras que en el margen se han acumulado, la inflación medida en dólares y los costos laborales unitarios podrían estar ocultando complejidades como efectos de composición, con lo que la inflación proyectada de mediano plazo puede mantenerse cerca de 3%, o incluso por debajo de ese número. Segundo, las noticias más relevantes del último mes —de IPC y de actividad— señalan un panorama de presiones inflacionarias subyacentes crecientes menos asentado que el analizado el mes pasado y, si algo, un poco inferior al considerado en el último Informe. Si la decisión de mantener del mes pasado fue acertada —nada indica que no lo haya sido— tampoco sería acertado aumentar la tasa de interés hoy. Por último, cabe mencionar un aspecto táctico: de acuerdo con la encuesta de expectativas, ningún analista espera un cambio de la tasa de política monetaria hoy, por lo que un alza en la tasa sería una sorpresa de proporciones.
8. Más allá de estos argumentos, cabe mencionar que existe el riesgo de que las holguras de actividad sean más pequeñas que lo previsto. En ese caso sería necesaria una normalización de la política monetaria más temprana que lo anticipado. Sin embargo, un test clave para discriminar la validez de dicho escenario es observar un aumento inexplicado de la inflación subyacente, situación que no ha ocurrido.
9. Considerando todo lo anterior, la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria es que ello permite esperar a tener más información. 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.
10. Finalmente, respecto de otras consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado continúa esperando un crecimiento del PIB para el segundo trimestre algo mayor que la estimación que se maneja internamente. El conocimiento de la cifra final probablemente tendrá efectos en la trayectoria esperada de las tasas de interés.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Consejero señor De Gregorio señala que no es necesario repetir el análisis realizado por la División Estudios y que se ha venido discutiendo con algo más de intensidad en días recientes, producto de la preparación del Informe de Política Monetaria.

Manifiesta que le parece razonable que desde el punto de vista de las opciones se haya abierto la posibilidad de una baja de tasas, no porque sea partidario de ella, pero tal



como se puede argumentar a favor de la opción de alza de la tasa de interés, también hay argumentos para defender una baja. De hecho, dice, las expectativas de crecimiento están algo sesgadas a la baja, y en su opinión, con los antecedentes revisados hasta ahora, es probable que los años 2003 y 2004 sean algo menos dinámicos de lo que se percibía hace algunos meses atrás. Al mismo tiempo, las novedades inflacionarias, si bien no cree que justifiquen un cambio significativo en su trayectoria esperada, si algo, también estará sesgada a la baja. En este escenario, y aplicando mecánicamente una regla simple de política monetaria habría que preguntarse por qué no se bajan las tasas.

A su juicio, existen razones de prudencia para mantener la tasa, en particular, porque los escenarios de menos inflación y crecimiento no están del todo consolidados, y ya existe una política monetaria muy expansiva, lo que implica que lo más probable es que en los próximos trimestres el grado de expansión monetaria se debería reducir.

Aunque válida como opción, las razones para no subir la tasa en meses anteriores son más válidas hoy día, así que es una opción fácil de descartar.

Por lo anterior, le parece que hoy día se justifica mantener la tasa de política monetaria, lo que además se ve reforzado por el hecho que, en su opinión y con los antecedentes de que se dispone actualmente, no se avizora en el horizonte cercano, de al menos un trimestre, una posible alza de tasas.

El señor Ministro de Hacienda señala que, en la misma línea de lo que otras veces ha planteado, cree que es cierto que si se da un escenario en que el mundo se acelera, el precio del petróleo Brent se mantiene en US\$ 30 y el tipo de cambio real se mantiene donde está hoy día, es probable que el IPCX1 tenga alguna tendencia a subir, pero ve bastante difícil que esas tres materias se den a la vez. No ve un escenario de recuperación tan clara de los socios comerciales si es que se mantiene el petróleo donde está y no ve, si el petróleo cae, que los socios comerciales sí aceleren, no ve que el tipo de cambio real se mantenga tan alto, por tanto, sería cauteloso respecto a las proyecciones.

El Consejero señor Desormeaux dice que comparte plenamente el análisis efectuado por la División Estudios y no tiene nada que agregar, inclinándose por mantener la actual tasa de política monetaria.

La Consejera señora Ovalle y el Vicepresidente señor Marshall están también de acuerdo por mantener la tasa de política monetaria.

El Presidente señala que aunque la inflación ha cedido en el margen - lo cual le tranquiliza con respecto a los últimos dos meses- y que la actividad económica está remontando, bajar la tasa hoy día daría una señal muy negativa al mercado no solamente con respecto a lo que el mercado espera hacia delante, sino que daría una sensación de que el Banco tiene cifras económicas mucho más malas que las que se están observando. Comenta que ha habido una desaceleración breve y que lo más probable, en el escenario central, es que se debería corregir en la segunda parte del año. Por lo tanto, le parece que si hubo razones para mantener la tasa en la reunión del mes pasado, hoy existen mucho más razones para mantenerla y no subirla.

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

51-01-030812 – 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 G.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 51
Política Monetaria
12.08.2003 15.-

V. Comunicado

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

Los datos más recientes de actividad confirman que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado. Este desempeño se explica, en parte, por el mayor precio internacional del petróleo y las condiciones prevalecientes en los mercados externos, especialmente en la región, que han afectado el dinamismo de algunas ramas del sector industrial.

A pesar de estas noticias, el panorama futuro sigue considerando una gradual disminución en las holguras de capacidad durante los próximos trimestres. A ello contribuyen el marcado impulso de la política monetaria y el afianzamiento de perspectivas de un mayor crecimiento mundial en el segundo semestre, especialmente en Estados Unidos y Asia. No obstante, aún persisten riesgos relevantes en el entorno externo.

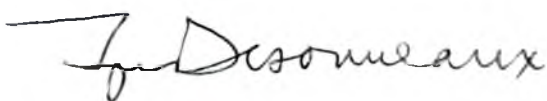
La información más reciente muestra que la inflación subyacente ha retornado a su curso esperado. Esto, unido al resto de los antecedentes disponibles, mantiene la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte de política.

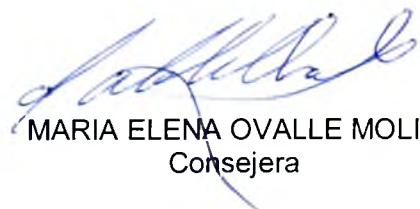
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.

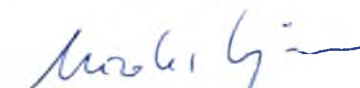

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


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)