

M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 34 celebrada el 13 de junio de 2002

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Carlos Pereira Albornoz (Gerente General Subrogante);
Miguel Angel Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente División Política Financiera);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

c) Asisten también la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi y como invitada especial, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,0% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a junio del 2002.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA: La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de junio del 2002:

SINTESIS DEL MES

- La información más reciente de actividad y gasto ha sido, en general, consistente con las proyecciones de corto plazo contenidas en el Informe de Política Monetaria del mes anterior. Por ahora existe bastante incertidumbre respecto de la inflación en los próximos meses, con efectos contrapuestos asociados a los temporales, la trayectoria del tipo de cambio y del precio del petróleo con su consiguiente impacto en la locomoción colectiva, por lo que no es descartable tasas anuales de inflación entre 1,5% y 2,0% en meses puntuales. La inflación del

IPCX se situará algo por debajo de 3% anual durante los próximos meses. Con todo, no existen antecedentes que lleven a pensar que se está en presencia de un escenario de mediano plazo distinto al del Informe de Política Monetaria de mayo.

- Por una parte, en mayo continuó el repunte de las importaciones, especialmente las de consumo, a la vez que en abril la producción industrial sorprendió con un crecimiento superior al que se preveía. Estas dos variables son consistentes con un proceso de acumulación de existencias. Por su parte, las ventas de bienes de consumo duradero de la industria, después de las fuertes caídas de los últimos meses, muestran un rebote en abril, en tanto que las ventas de vehículos nuevos continúan con la gradual expansión de los últimos dos trimestres.
- El impulso de la política monetaria sobre otros componentes del gasto se aprecia en el mayor dinamismo del mercado inmobiliario, a lo que se añade el repunte de los permisos de edificación habitacionales. Las colocaciones de consumo mantienen niveles relativamente elevados, y las tasas de interés de colocación mostraron una leve reducción durante mayo.
- Sin embargo, subsisten los riesgos de una nueva postergación del proceso de aceleración de la actividad y del gasto. De hecho, se aprecia algo más de debilidad que la observada a fines del año pasado en el consumo de bienes habituales. Las ventas de supermercados y del comercio se han desacelerado; mientras que las ventas de la industria de este tipo de bienes muestra un crecimiento leve. Finalmente, la expansividad de la política fiscal en el primer trimestre fue tal que se puede esperar que en los próximos trimestres se dé una desaceleración de la posición fiscal relativamente intensa, de forma de cumplir con los objetivos comprometidos para el año completo.
- El escenario internacional, en su conjunto, también continúa con señales mixtas. Aunque el panorama de crecimiento global y de términos de intercambio se avizora algo mejor al que se estimaba hace algunas semanas, la incertidumbre regional ha sufrido un marcado aumento. La coyuntura política de Brasil ha incrementado la volatilidad de los mercados financieros, depreciando el real de forma sustantiva y afectando los spreads de las economías latinoamericanas. El spread soberano chileno también se ha visto incrementado respecto de los promedios de abril, manteniendo, en todo caso, bastante estabilidad en las recientes semanas. Asimismo, el peso chileno se ha visto afectado, aunque con una vinculación bastante menor con el real brasileño que la que se observó entre noviembre y abril. Argentina continúa en una situación incierta respecto de la evolución que tendrá su economía en el corto plazo.
- Es posible, también, que la mayor incertidumbre regional sea uno de los factores que ha presionado al alza a las tasas de interés de largo plazo en Chile. En todo caso, difícilmente este reciente incremento pueda ser atribuido a expectativas de política monetaria más restrictivas en el horizonte de los próximos trimestres. De hecho, las expectativas de mercado que se deducen de la encuesta del Banco Central muestran un panorama de menor inflación y de menor crecimiento, por lo menos respecto de lo esperado hace un tiempo. Esto se ve acompañado, también, por un porcentaje no despreciable, aunque minoritario, de analistas que prevén reducciones en la tasa de política monetaria en el corto plazo. Parte de esto responde a que las proyecciones privadas de crecimiento económico para el año 2003 se ubican en torno a un punto por debajo de las que se incluyeron en el Informe de Política Monetaria de mayo. Es en ese horizonte donde se aprecian mayores diferencias pues, para este año, las perspectivas privadas de crecimiento coinciden con las del último Informe de Política Monetaria, en torno a 3%.
- Con relación al panorama de mediano plazo para la inflación, las principales variables se han movido marginalmente hacia menores presiones inflacionarias. Por un lado, el precio del petróleo ha mostrado una tendencia a la reducción, mientras que por otro, la depreciación del dólar respecto de otras monedas duras tiende a fortalecer en términos reales el peso chileno. El incremento en los costos laborales unitarios también se ha moderado en los meses recientes, gracias al incremento en la productividad del trabajo y a la estabilidad en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. Finalmente, el crecimiento del gasto para este año puede ser algo inferior al previsto en el pasado Informe de Política Monetaria, debido a un dinamismo

más moderado del consumo habitual y la inversión en maquinaria.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

I. Escenario Internacional

- El panorama internacional para los años 2002 y 2003 se presenta algo más promisorio que el que se veía en la reunión anterior, principalmente por las mejores perspectivas de los términos de intercambio. Sin embargo, continúa la incertidumbre regional, considerando que a la aguda crisis argentina, se ha sumado un deterioro de las condiciones de Brasil y un sombrío escenario en la economía uruguaya. Esto ha significado un aumento en los costos de financiamiento externo de los países de la región, incluyendo en forma moderada a Chile.
- Los indicadores de coyuntura de las últimas semanas, particularmente de los Estados Unidos, contribuyen a consolidar las perspectivas de crecimiento para esta economía y del mundo en general. Ello considera que el crecimiento de Japón, Europa y Asia emergente, continuará liderado por el sector externo, impulsado por la recuperación norteamericana. De este modo, las proyecciones de crecimiento mundial ponderado a paridad del poder de compra (PPC), se mantienen en 2,8% y 3,9% para 2002 y 2003, respectivamente; y en 1,1% y 3,1% ponderado por comercio.
- En el mercado cambiario, cabe destacar que durante las últimas semanas se ha acentuado una tendencia a la depreciación del dólar. Este proceso está relacionado con el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos, el que, de todas formas, se aprecia sostenible, dadas las altas tasas de productividad, el menor grado de aversión al riesgo de los inversionistas y la postergación de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal.
- Respecto de los efectos sobre crecimiento mundial de la depreciación del dólar, la evidencia no es suficientemente sólida. Por un lado, el efecto sobre comercio se considera como poco significativo, por cuanto la elasticidad del tipo de cambio de las importaciones estadounidenses es muy reducida. Más importante que ello podría ser el efecto expansivo sobre la actividad mundial, derivada de menores costos de financiamiento y mayor flujo de capitales hacia economías emergentes. Por otro lado, la evidencia señala que los procesos de depreciación del dólar son acompañados por aumentos en el precio de materias primas, tal como ha sucedido recientemente.
- En el caso particular del cobre, ha sido relevante para la trayectoria reciente de su precio, la decisión de la canadiense BHP Billington de hacer un recorte adicional en la producción del metal durante este año. Esta disminución de producción significará, aproximadamente, US\$45 millones de menores exportaciones chilenas de cobre. Dicha situación, en todo caso, no afectará el desarrollo de la Fase IV de Escondida a iniciarse el próximo año. Otro factor que ha estado detrás de la evolución del precio del metal, dice relación con la reciente paralización de faenas por huelga de la mina Cananea en México.
- Con todo, se mantiene la proyección de US\$0,73 la libra de cobre para el año 2002, dado el nivel actual de inventarios. Hacia el año 2003 se observaría un aumento gradual en el precio del metal, acorde con la recuperación de la actividad mundial, manteniéndose la estimación en US\$0,82 la libra. El precio del petróleo en el mercado spot ha mostrado caídas durante los últimos días, situándose en valores entre uno y dos dólares por debajo del promedio de US\$25 el barril registrado los dos últimos meses. Detrás de este comportamiento se encuentra el hecho que importantes productores no OPEP (Rusia y Noruega) no continuarán con los recortes de producción, aplicados en el primer semestre del año. Adicionalmente, Rusia estableció que su rango óptimo de precios se sitúa entre US\$20 y US\$25 el barril, por debajo de la banda de la OPEP. Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones de US\$24 y US\$23 el barril para éste y el próximo año se mantienen inalteradas.

- La baja inflación que se observa y se espera para los próximos meses en Estados Unidos ha sustentado la postergación de alzas en la tasa de política por parte de la Reserva Federal, con un balance de riesgos calificado como neutral. La curva de contratos futuros de la tasa de fondos federales revela un alza de 25 puntos base en la tasa de política, recién a partir de septiembre del presente año. En las restantes economías desarrolladas, no se esperan cambios en la política monetaria respecto de lo previsto en el Informe anterior.
- La curva de rendimiento de la economía norteamericana muestra un nivel similar al que registraba a inicios de este año. Respecto de la zona euro, se aprecia un panorama similar, con una curva de rendimiento marginalmente por debajo de la curva en dólares, consistente con el rezago que se espera de la recuperación de los ritmos de expansión de la economía europea en relación con Estados Unidos.
- En cuanto a los mercados financieros emergentes, se destaca el deterioro sufrido por las percepciones hacia América Latina durante las últimas semanas. Ello ha sido consecuencia de un panorama más pesimista en Brasil, el debilitamiento financiero en Uruguay, así como por la ya conocida situación argentina. La preocupación que han suscitado las elecciones presidenciales de octubre próximo en Brasil, y el impacto financiero que ha tenido en Uruguay la crisis argentina sostienen este panorama. Esto ha significado aumentos en los spreads soberanos y del costo de financiamiento externo de los países de la región, así como a la depreciación de algunas de sus monedas: real brasileño y peso mexicano. En el caso chileno, el spread soberano (bono 2009) hacia fines de abril superó los 100 puntos base, situándose durante mayo y junio con un comportamiento estable entre 10 y 15 puntos base sobre ese valor, y caracterizado por la volatilidad típica de estos mercados.
- El empeoramiento relativo del panorama regional ha favorecido la preferencia de los flujos de capitales hacia otras economías emergentes, en particular del Asia.

II. Mercados Financieros

- Durante mayo, las tasas de interés de los documentos reajustables de largo plazo del Banco Central presentaron una trayectoria al alza, que se ha ido intensificando en las últimas semanas, alcanzando valores de UF+4,2% y UF+5,1% para ocho y veinte años, respectivamente, equivalente a aumentos de entre 20 y 30 puntos base respecto de abril.
- Existirían diversas razones que, en su conjunto, permiten explicar la evolución de la tasas de interés de largo plazo: 1) la mayor oferta de este tipo de instrumentos, producto, por una parte, de la ampliación de los límites de inversión en el exterior de los fondos de pensiones y, por otra, de la fusión de los Bancos Santander y Santiago que ha obligado a estas entidades a reducir las posiciones de documentos de largo plazo debido a la recomposición de las inversiones bancarias de las AFP; 2) las menores expectativas de IPC para los próximos meses, que hacen menos atractivos los pagarés reajustables; y 3) la evolución de la tasa externa relevante (incluyendo el spread soberano), que mostró un aumento a comienzos de mayo. Adicionalmente, se argumenta que la economía nacional habría comenzado, aunque lentamente, la reactivación, con lo que las tasas reajustables de largo plazo ya habrían alcanzado un piso en torno a 4%.
- Los documentos nominales, luego de mostrar una evolución a la baja, acorde a la trayectoria de la tasa de política monetaria, se estabilizaron en torno a 4%, para plazos inferiores a 90 días.
- Las expectativas respecto de la tasa de política monetaria que se deducen de la curva forward indican que la tasa de política se mantendrá constante en los próximos tres meses. Posteriormente, y conforme se consolide la reactivación mundial e interna, se espera un alza en la tasa rectora a niveles cercanos al 4,25% para fines de este año, para situarse en 6% a fines del año 2003. La encuesta de expectativas de junio, por su parte, presenta una tasa de política monetaria constante en lo que resta del presente año, existiendo una diferencia relevante entre

la opinión de los analistas (algunos inclusive apuntan a una reducción de la tasa de política monetaria) y los precios de los activos financieros.

- Las tasas de interés de las operaciones con el público han continuado evidenciando el traspaso de las rebajas de la tasa de política monetaria. Este fenómeno se ha observado especialmente en las tasas de colocación para plazos superiores a un año, tramo en que se concentra gran parte de los créditos de consumo.
- El recargo tanto de los bonos corporativos como de las letras de crédito aumentó en mayo, explicado por el mayor incremento de las tasas de estos instrumentos respecto de los PRC. Sin embargo, en lo que va corrido de junio, mientras las tasas de los PRC han aumentado, ambos spreads descienden, y la tasa de interés real media de los bonos de empresas se ha ubicado en torno a 6,5%, uno de los menores valores desde que se tiene registro de estos instrumentos. Las letras de crédito, en tanto, presentan una tasa promedio en torno a 6,25%; las letras con tasas de emisión menor al 6% muestran niveles cercanos a 6,1% y las con tasas de emisión superior a 6% un 6,3%, valores similares a los prevalecientes a comienzos de marzo.
- Los agregados monetarios más líquidos exhibieron durante mayo variaciones mensuales positivas, con lo que su crecimiento real en doce meses volvió a situarse en cifras del orden de los dos dígitos. Para los meses siguientes se espera que se continúe con expansiones anuales alrededor de 10%. Los agregados monetarios más amplios, en tanto, siguen con un ritmo de expansión menor al del dinero, destacándose la caída de los documentos del Banco Central durante mayo.
- Las colocaciones totales —al sector público y privado — registraron un retroceso durante mayo. Sin embargo, al revisar sus componentes se observa que las colocaciones en moneda nacional mostraron expansiones durante el mes, hecho que permitiría anticipar la continuación del dinamismo de los créditos a personas. Las primeras cifras de junio están validando esta hipótesis.
- Durante mayo, el peso chileno mostró una menor dependencia respecto del desempeño de monedas vecinas, que se depreciaron respecto del dólar entre 5% (real brasileño) y 15% (peso argentino). En efecto, el peso mostró sólo una pequeña depreciación durante el mes, con un promedio de \$655 por dólar, que significó un incremento de \$5 respecto del mes anterior. En los primeros días de junio, estas tendencias se han mantenido, cotizándose el peso en torno a \$660 por dólar, el peso argentino en A\$3,57 por dólar y el real brasileño en R\$2,6 por dólar.
- Las expectativas de más corto plazo (tres meses) que se obtienen de las cotizaciones de los operadores Bloomberg y de los contratos forward, señalan una depreciación para el tipo de cambio nominal del orden de 1% para fines de este año. Esta depreciación está de acuerdo con las expectativas extraídas de la última encuesta del Banco Central.
- Considerando las expectativas de inflación y de tipo de cambio de Consensus Forecast, se estima que desde diciembre a la fecha el tipo de cambio real se ha apreciado cerca de 9%, mientras que el TCR-5 —que incluye las variaciones del dólar de Estados Unidos y de Canadá, euro, yen y libra esterlina — presenta una depreciación de 4%. Esta importante diferencia se explica por la fuerte depreciación del peso argentino durante este año, y por la apreciación que ha tenido recientemente el euro, el yen y el dólar canadiense, respecto de la moneda norteamericana.
- Durante mayo, la actividad bursátil chilena anotó un bajo desempeño, anotando caídas mensuales de 1,6% en el caso del IGPA y de 3,4% en el IPSA. Estos descensos fueron explicados, principalmente, por el pago de dividendos y por el desempeño de las empresas chilenas en Argentina. En efecto, al excluir a estas empresas, la disminución del IPSA sería del orden de 2%. En todo caso, el pobre rendimiento de la bolsa chilena de las últimas semanas, se encuentra acorde con lo ocurrido en la gran mayoría de las bolsas internacionales.

III. Actividad y Empleo

Demanda Interna

- Los indicadores disponibles de demanda muestran una expansión relativamente menos dinámica del consumo habitual comparado con el de bienes durables. Respecto del consumo habitual, que corresponde a 60% del PIB, las ventas del comercio minorista y de supermercados, tanto del INE como de la Cámara Nacional de Comercio, muestran una desaceleración con relación a la velocidad de la segunda parte del año pasado.
- Por otra parte, el índice de ventas industriales de bienes de consumo habitual del Instituto Nacional de Estadísticas mostró en abril una expansión anual de 4,4%, configurando una tendencia más bien plana a partir del cuarto trimestre del año 2001. En el caso de las ventas de bienes de consumo durable de la industria, luego de una sostenida caída durante todo el segundo semestre del año 2001 y parte del año 2002, comienzan a registrar los primeros signos de recuperación. Otros indicadores parciales del consumo, como las ventas de vehículos nuevos, experimentan una variación en doce meses de -1,8% en abril, lo que denota una consistente recuperación respecto de comienzos del año 2002.
- Las importaciones de consumo siguen manteniendo un dinamismo bastante elevado, lo que refleja en parte la recuperación del consumo durable, pero también la acumulación de existencias que está en marcha. La evolución de la producción y ventas totales de la industria confirma esta situación.
- Siguiendo una tendencia similar al consumo durable, el sector inmobiliario también mantiene el dinamismo señalado. En abril, las ventas de viviendas nuevas caen 10,2% en doce meses, aunque muestran una marcada tendencia al alza desde el cuarto trimestre del año 2001. De hecho, en abril la oferta de viviendas nuevas se expandió en 2,8%, con lo que el número de meses necesarios para agotar los stocks descendió a 13,7, el más bajo desde agosto del año 2001. A su vez, los permisos de edificación habitacionales crecieron 30,2% (doce meses) en abril, reforzando la recuperación comenzada el mes anterior. Respecto de los permisos no habitacionales, no se encuentra disponible la información para abril.
- Las ventas de bienes de capital (INE), que mostraban desde principios de año una aceleración, sólo en abril tuvieron una variación anual positiva (14,7%). Aunque la participación de este componente en la formación bruta de capital total es bastante marginal (algo menos de 10%), la incidencia de las fluctuaciones recientes no es despreciable. Esto compensa, en parte, el aplanamiento reciente de las importaciones de bienes de capital.

Sector Externo

- Estimaciones preliminares del volumen total de exportaciones arrojan un aumento de 2,7% en mayo, explicado por un incremento de 8,7% en el componente distinto de cobre. De éstas, las exportaciones principales serían las que muestran el mayor dinamismo, con un crecimiento en volumen de 15,3%, mientras que el componente resto tendría una expansión menor (5,5%). Los recortes de producción realizados por las grandes compañías productoras de cobre como respuesta a la baja cotización del mineral explican la caída de los volúmenes de este metal durante mayo. Para las importaciones, aún no se dispone de la información de volúmenes para mayo. En abril, su volumen aumentó en 5,4%, que se desagrega en: 12,5% consumo; 2,3% intermedios (-16,5% en combustibles), y 10,6% capital. En términos de valor, se estima que la variación de -1,5% observada en mayo estaría compuesta por un aumento de 13,0% en bienes de consumo, y una disminución de 6,7% y 10,7% en intermedios y capital, respectivamente.

Política Fiscal

- Durante el primer trimestre la política fiscal continuó impulsando la demanda agregada, con un

gran dinamismo del gasto y en especial de la inversión pública. El balance global acumulado en doce meses es igual a -0,9% del PIB, rompiendo la tendencia mostrada durante los últimos dos años. Este déficit es el resultado tanto del negativo crecimiento en doce meses de los ingresos totales, como de la fuerte expansión real anual de los gastos totales.

- El gasto con impacto macroeconómico anotó un alza de 8,1% en términos reales durante el primer trimestre, en tanto que la inversión pública aumentó 30% en doce meses. Este aumento de la inversión pública fue producto de la anticipación en la ejecución de las inversiones (Ministerio de Vivienda, de Justicia y gobiernos regionales), lo que va en contra de la estacionalidad que tradicionalmente ha caracterizado a este componente del gasto. Por su parte, los ingresos totales mostraron una caída de 3,3% en términos reales respecto del primer trimestre del 2001, producto del prácticamente nulo crecimiento de los ingresos tributarios y de la evolución del tipo de cambio.
- Con todo, se espera que en los próximos trimestres se modere el impulso de la política fiscal sobre la demanda interna, de forma de lograr las metas fiscales establecidas para el año. En efecto, el crecimiento anual promedio de los tres trimestres que quedan por cerrar para este año sería de 3,6% para el gasto con impacto macro y de 4,6% para la inversión.

Mercado Laboral

- Durante el trimestre móvil finalizado en abril, el mercado laboral presentó indicios de recuperación, con una tasa de desocupación que se mantiene en 8,8% a nivel nacional, por debajo de lo proyectado por los analistas. Al aislar los efectos estacionales, el desempleo registró una leve caída respecto del primer trimestre del año 2002. En términos desestacionalizados el empleo total, y en especial el privado, continuó aumentando respecto de los trimestres precedentes.
- De acuerdo a información proporcionada por el Ministerio de Hacienda, para los próximos meses se espera que los programas de empleo fiscales registren un importante incremento. Se estima que los programas de empleo directo pasen de 35 mil en abril a más de 75 mil en julio y los subsidios a la contratación aumenten desde cifras casi nulas a más de 50 mil. Con ello, y extrapolando las tendencias recientes del empleo privado, se puede proyectar un incremento de la ocupación en términos desestacionalizados en torno a 100 mil personas en lo que resta del año.
- En lo referente al análisis sectorial se verifica que la ocupación, en términos de tendencia, en la mayoría de los sectores económicos se ha mantenido relativamente estable. Aún así, destaca la expansión en términos anuales de la ocupación en comercio (+43.980 personas), industria (+22.010) y construcción (+14.540), que explican cerca del 80% del incremento del empleo en doce meses.
- Asimismo, producto del mayor empleo en dichos sectores se continuó observando una aceleración de la masa salarial del sector privado, con un crecimiento en doce meses de 4,2%.

IV. Precios y Costos

- Con un incremento de 0,1% finalizó el IPC durante mayo, valor que se encuentra en línea con las proyecciones que se manejaron a lo largo del mes. Si bien la mayor parte de los rubros incluidos en el IPC tuvieron variaciones acordes con lo anticipado, sorprendió el aumento de 0,4% en vestuario, que estuvo determinado por productos distintos a los habitualmente en liquidación. Esta situación produjo una variación del IPCX e IPCX1 mayor a la prevista: 0,1% y 0,2%, respectivamente. Medida en doce meses, la inflación del IPC descendió desde 2,5% a 2,1%, la del IPCX a 3,0%, mientras que la del IPCX1 subió desde 2,7% hasta 2,9%.
- En cuanto a las expectativas de mercado, luego que los recortes de la tasa de política

monetaria llevaran a la señal de inflación en doce meses —que se deduce del diferencial entre el PRBC-360 y las operaciones de PDBC-360 y la Tasa Activa Bancaria (TAB) a un año — de vuelta hacia 3,0%, en mayo sufrieron una marcada reversión. Así, en los primeros días de junio la señal de inflación a un año se ubicó en 2,0% para los PDBC y 1,6% para la TAB. En cuanto a la encuesta de junio, también se verificó una corrección a la baja en las expectativas inflacionarias, con un 2,6% para fines de este año y volviendo a 3,0% a fines del 2003. Estos valores están fuertemente influenciados por la evolución reciente a la baja del precio del petróleo.

- Durante abril, las remuneraciones nominales continuaron con un descenso de sus tasas de crecimiento anual respecto de meses previos. Este hecho deriva de la menor inflación a partir del cuarto trimestre del año 2001, que es incorporada a los salarios vía cláusulas de indexación. Así, el incremento anual de las remuneraciones por hora llegó a 4,9%, mientras que el del costo de la mano de obra a 5,0%, correspondiendo a las menores variaciones observadas desde noviembre del año 2001. Paralelamente, esto determinó una trayectoria similar en el crecimiento de los salarios reales. En lo más reciente, los costos laborales unitarios muestran una moderación en su ritmo de crecimiento, acorde con el incremento en la productividad del trabajo que se espera para el segundo trimestre.

A continuación, los participantes de la reunión analizaron las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

- Se manifiesta que el cuadro mostrado por la División Estudios indica que la actividad se mueve en su conjunto como estaba proyectado, pero con una composición algo distinta ya que el gasto interno evoluciona en forma más lenta, y las exportaciones han aumentado levemente. Se indica, además, que probablemente el resto del año se va a tener algún menor efecto fiscal que el que se ha presentado en la primera parte del año. Al mismo tiempo se debería tener en la última parte del año el efecto de las bajas de la tasa de interés que se han ido acumulando, de modo que se debería esperar, en el conjunto, que el gasto interno se aproximara algo más a lo que se había previsto originalmente, mientras que el efecto de la economía internacional continuará siendo positivo. La única incógnita existente en la actualidad radica en la deteriorada situación regional.
- Al respecto se manifiesta que en las últimas semanas ha habido un incremento en el nerviosismo, en particular, en relación con Brasil, llamando la atención las correlaciones existentes entre el peso chileno y el real desde mediados de mayo. No obstante este sombrío panorama regional, se manifiesta que de acuerdo a la información disponible, los términos de intercambio estarían mejorando antes de lo esperado y como su efecto es tan significativo en la economía chilena se considera que el impulso que vendrá del sector externo va a ser mayor o más temprano de lo que se anticipa. Ello significará que probablemente el crecimiento del segundo semestre y del año próximo va a ser más significativo de lo considerado hasta ahora.
- Otro participante indica que si bien es difícil establecer que el cuadro internacional esté sustancialmente mejor a lo anticipado, por lo menos se puede afirmar que el escenario que se entregó en el Informe de mayo se está consolidando. Tal como se señalara, se argumenta que quizás lo único verdaderamente nuevo es que los términos de intercambio están mostrando una tendencia a la recuperación antes de lo previsto y, en la parte negativa, que los riesgos de Brasil pueden constituir un problema más cercano, por tratarse de un factor de riesgo concreto mientras que hace un mes era más eventual. Por lo tanto, se estima que hay acuerdo en lo sustantivo respecto de la situación mundial, aunque Brasil va a seguir pesando y por consiguiente, en términos de mercados financieros y movimientos de capitales, la situación todavía puede ser compleja.
- A lo anterior se acota que hay un elemento adicional, relacionado con la aversión al riesgo de los inversionistas y los costos de financiamiento externo, el cual se refleja, en particular, en un aumento en el spread soberano de 30 puntos base desde abril pasado, que se compensa, en parte, por una caída de la tasa de interés externa de largo plazo.

- Otro participante se refiere a que el eventual impacto de la situación brasileña sobre la economía chilena debe evaluarse en un contexto de mejores perspectivas para la economía internacional. Si se cumplen estas proyecciones y se produce una mejora en los términos de intercambio y la esperada recuperación de la economía mundial, los efectos de contagio de las turbulencias en la economía brasileña resultarían moderados, al menos en comparación con la segunda mitad del año pasado en que, conjuntamente con el deterioro de la situación argentina, todo el resto de las variables externas también experimentó un empeoramiento.
- No obstante lo anterior, se estima que de deteriorarse la situación de Brasil los efectos serán más gravitantes en Latinoamérica que lo que fue la crisis de Argentina, por la envergadura de Brasil en la región. Sin embargo, se señala que si bien el deterioro de la economía de Brasil presenta un mayor riesgo, la situación macroeconómica de Brasil es más sólida que la de Argentina, por tener mayores alternativas, tales como la posibilidad de depreciar el tipo de cambio y la capacidad de efectuar ajustes fiscales. De esta forma se concluye que sería muy extraño que dicho país cayera en una crisis tan profunda como la ocurrida con Argentina.
- Otro de los participantes indica que existe también un empeoramiento creciente en otras economías latinoamericanas, entre las cuales destacan Venezuela, Uruguay y Perú, sin olvidar la ya conocida situación económica argentina que continúa agudizándose. Indica que esta situación ha significado que la proyección de crecimiento para el 2002 de América Latina se haya corregido desde $-0,1\%$ a $-0,6\%$ en el último mes y el spread soberano promedio aumentara en más de 100 puntos base en igual periodo. Tal como se concluyera de la experiencia argentina desde comienzos del año 2001, se manifiesta que el deterioro real y financiero de los países vecinos tiene cuatro efectos con potenciales implicancias para la conducción de la política monetaria chilena: 1) contagio cambiario, reflejado en devaluación del peso chileno; 2) contagio financiero, reflejado en menores entradas netas de capitales y mayores premios al riesgo soberano chileno; 3) menores exportaciones netas por la caída en el crecimiento de los socios vecinos, y 4) pérdidas de capital en las inversiones directas chilenas en dichos países y pérdidas accionarias de títulos nacionales.
- Se indica que sólo el primero de los cuatro efectos tiene un impacto inflacionario que justificaría, bajo ciertas condiciones, adoptar una política monetaria restrictiva. Los otros tres efectos mencionados tienen un impacto deflacionario, afectando negativamente el gasto interno y la inflación.
- Respecto de las novedades nacionales, se indica que los temporales de comienzos de junio significarán un shock temporario de oferta, cuyas consecuencias inflacionarias sobre los productos perecibles serán revertidas en pocos meses. Más aún, el fenómeno climático constituye un shock favorable de mediano plazo sobre la actividad y los precios, particularmente en los sectores de electricidad y agricultura. Por las razones mencionadas se indica que no corresponde reaccionar en términos de política monetaria frente a los efectos del temporal de comienzos del mes de junio.
- De mayor relevancia se considera que son las novedades referidas a las proyecciones de corto plazo para el producto, el gasto y la inflación. Si bien las proyecciones de crecimiento se han corregido levemente al alza, se ha ajustado en una magnitud importante la proyección de crecimiento del gasto para el segundo trimestre, junto con una corrección a la baja en las expectativas de inflación. Además, se indica que las expectativas implícitas de mercado en los PRBC a un año han caído desde $3,0\%$ a $2,0\%$ y las de la encuesta del Banco Central se han ajustado a $2,6\%$ en 2002 y $3,0\%$ en 2003. Esta situación plantea un creciente deterioro en las condiciones de demanda y, luego, menores presiones inflacionarias que las previstas en mayo.

OPCIONES

- En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base a 4% anual. La decisión se fundamentó en el espacio que dejaban las menores perspectivas para la inflación, las que en parte se basaban en una velocidad de

recuperación del gasto más lenta que la prevista con anterioridad. Se consideró, además, que una rebaja de esa magnitud entregaba un espacio para evaluar con mayor exactitud y por un tiempo mayor la marcha de la economía. Aunque el mercado recibió la rebaja de tasas como algo más agresiva que lo previsto, no generó reacciones adversas.

- Desde la última reunión de política monetaria se han acumulado antecedentes que, en general, son consistentes con una trayectoria de la actividad marginalmente más dinámica que la proyectada en el Informe de Política Monetaria pasado, aunque con un componente de gasto interno más débil. La evolución esperada de la inflación en el mediano plazo, por su parte, se mantiene dentro de los rangos previstos el mes pasado. La trayectoria de corto plazo de la inflación total presentará importantes altibajos, los que se derivan tanto de movimientos recientes en el precio internacional de los combustibles como de fuertes efectos de la base de comparación. La inflación subyacente se mantendrá fluctuando en el rango 2,5%-3,0% durante los siguientes meses y cerca del rango 2,8%-3,2% entre el tercer trimestre de 2003 y el primero de 2004.
- Dos son los desarrollos más importantes en el escenario internacional. Primero, a la trayectoria de paulatina recuperación de la economía mundial y de los términos de intercambio, se añade la depreciación más persistente del dólar en los mercados internacionales y una trayectoria negativa de las bolsas, en especial en Estados Unidos. En segundo lugar, durante las últimas semanas la situación regional, y en particular la de Brasil, ha evolucionado negativamente. Si bien por ahora este último factor no ha provocado signos de contagio financiero relevante —el peso mantiene cierta correlación con el real, pero sus movimientos son desde abril sustancialmente menores a los de esa moneda — el riesgo que los tipos de cambio se acoplen nuevamente no es despreciable.
- En el ámbito interno los indicadores muestran que se mantiene la trayectoria de crecimiento prevista en el Informe de Política Monetaria como escenario central para el corto plazo. Especial mención merece el IMACEC de abril, con un crecimiento estimado en 12 meses de 3,9%, casi un punto más elevado al esperado un mes atrás. Indicadores de gasto como las ventas de casas y departamentos, importaciones de bienes de consumo y ventas de bienes de capital, señalan que el gasto se continúa expandiendo, aunque a una velocidad moderada, algo menor a la prevista en el Informe de Política Monetaria. Un foco de preocupación que ha emergido más recientemente es la desaceleración que muestran los indicadores de consumo de bienes habituales, a pesar de la evolución positiva del empleo. Las proyecciones de actividad de los analistas, por otro lado, han sufrido correcciones a la baja, especialmente para este año.
- En vista de los antecedentes revisados, se proponen en esta reunión de política monetaria las alternativas de mantener la tasa de política monetaria o disminuirla en 50 puntos base.
- Se propone descartar como opción un alza de la tasa de política monetaria ya que no existen antecedentes que ameriten una decisión de esa naturaleza, como también una rebaja mayor a los 50 puntos base, porque la información disponible no indica una desaceleración manifiesta de la actividad o del gasto, mientras que los riesgos que la inflación se mantenga en la parte inferior del rango meta de manera persistente son acotados. Se sugiere, asimismo, desechar una rebaja de 25 puntos base por considerarse que un movimiento de esa magnitud es algo pequeño que resulta de difícil comprensión, considerando la evolución reciente de la TPM.
- La mantención de la tasa de política monetaria aparece como la opción más apropiada, en la medida que se considere: (i) que la situación regional impone riesgos relevantes para la evolución de los distintos indicadores financieros, en particular del tipo de cambio, lo que a su vez tiene implicancias inflacionarias en un ambiente de márgenes que se mantienen comprimidos; (ii) que es más probable que la evolución reciente de los términos de intercambio y de recuperación internacional no sufra una reversión significativa; y (iii) que la evolución reciente de los indicadores de actividad son consistentes con una ulterior aceleración del gasto.
- Por el contrario, una reducción de la tasa de política monetaria sería la opción más apropiada si

se piensa: (i) que los shocks regionales pueden tener efectos reales en la actividad más importantes que los efectos inflacionarios que genera el contagio financiero (es decir, que los shocks pueden ser en realidad deflacionarios); (ii) que el repunte en los precios de los commodities de exportación puede ser más bien transitorio y/o que se considera que existen riesgos relevantes de una trayectoria más negativa en la economía mundial; y (iii) que los indicadores parciales de gasto, en particular, del consumo habitual, que indican una mayor debilidad de la demanda interna, son consistentes con expectativas más pobres para la evolución futura de la actividad.

- Respecto de las expectativas privadas, en la actualidad éste no es un elemento esencial, porque, aunque la encuesta a analistas y las tasas de interés de mercado indican que no se esperan cambios en la tasa de interés, una parte de éstos considera probable una rebaja de la tasa en los próximos meses. Luego, por este factor ninguna de las dos alternativas propuestas debiera producir sorpresas en el mercado.

ACUERDO

El Consejo acuerda, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,00% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen inalterados.