

# Reunión de Política Monetaria

JULIO 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## Reunión de Política Monetaria

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 65 celebrada el 8 de julio de 2004

Asiste el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asisten también los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Asiste también la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

## 1. Antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta los principales antecedentes para la reunión.

### Síntesis del mes

Los antecedentes recientes muestran algunos matices en el escenario macroeconómico de corto plazo respecto del Informe de Política Monetaria de mayo. Por un lado, las cifras de actividad interna del segundo trimestre apuntan a un crecimiento sobre medio punto porcentual respecto al estimado en mayo, corrección ligada a sectores tanto de oferta como de demanda. Ello, sin embargo, es aún insuficiente para cambiar el panorama de crecimiento futuro. Por otro lado, de acuerdo con las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas, en el mercado laboral se aprecia un debilitamiento de la ocupación, que ha llevado a un incremento notorio en la tasa

de desocupación. En tanto, la inflación de junio estuvo en línea con lo proyectado hace un mes.

En el escenario internacional destacó la reacción frente al inicio del ciclo de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, la que mostró que el movimiento estaba plenamente internalizado en los precios de los activos financieros. En general, las condiciones financieras para economías emergentes se han mantenido estables, con su evolución futura vinculada estrechamente a la manera como continúen los incrementos de tasas de interés en el mundo. A su vez, el precio del cobre se ha mantenido elevado y el precio del petróleo ha vuelto a niveles más coherentes con el escenario de proyección del Informe de Política Monetaria.

Por el lado de la actividad económica interna, la información acumulada del segundo trimestre indica un dinamismo mayor que el previsto en mayo y junio. Entre los sectores con un desempeño mejor al previsto destacan la pesca, la industria y el comercio. En particular, la producción industrial muestra un nivel de actividad mayor en las ramas exportadoras y en las destinadas al consumo interno. El comercio, en tanto, mostró mejores resultados a partir del mayor dinamismo de las ventas del sector industrial y de las importaciones. Respecto de los componentes del gasto, el consumo durable continúa en niveles elevados, al tiempo que continúa la tendencia de crecimiento en los principales indicadores de consumo habitual. La formación bruta de capital del segundo trimestre ha afianzado niveles superiores a los previstos hace un par de meses, lo que se aprecia especialmente en las importaciones de bienes de capital.

Los mercados financieros locales continúan reflejando el alto grado de expansividad de la política monetaria. El crédito de consumo y de vivienda sigue en una trayectoria de expansión importante, mientras el crédito comercial y las colocaciones de bonos corporativos con propósitos de inversión revelan buenas condiciones crediticias para las empresas. La encuesta a bancos de mayo muestra que continúa fortaleciéndose la demanda y oferta de créditos, basadas en un mejor entorno macroeconómico. Los agregados monetarios, en su generalidad, acumulan tasas de crecimiento anual superiores a las de trimestres pasados.

Así, la información concreta de actividad y gasto del segundo trimestre, junto con el actual impulso monetario, indica que el panorama macroeconómico en el corto plazo sigue una senda algo más dinámica respecto de las proyecciones de crecimiento del Informe de Política Monetaria, lo que en todo caso aún no es suficiente para modificar el ritmo esperado de crecimiento para este año. En efecto, a pesar de este buen panorama en el sector real, las últimas tendencias del mercado laboral y de los distintos indicadores de expectativas de los hogares ponen una nota de cautela en este diagnóstico. La tasa de desocupación, luego de caer prácticamente sin pausas

desde el 2000, en los últimos dos trimestres móviles ha mostrado un incremento cercano a medio punto porcentual en términos desestacionalizados. Los indicadores de expectativas de los hogares han caído significativamente desde sus máximos de principios de año. Aunque estos antecedentes son negativos e indican que las holguras de capacidad podrían ser más duraderas que lo previsto —y que el impulso para el consumo sea menor que el anticipado— la magnitud, y principalmente la persistencia, de estos hechos debe graduarse hasta contar con más antecedentes.

A este respecto, en primer lugar, las cifras más desagregadas del mercado laboral muestran una evolución bastante heterogénea. La baja de la ocupación se explica en gran medida por un menor empleo agrícola y por una fuerte caída de la ocupación por cuenta propia, mientras que el empleo asalariado está aumentando —pese a la debilidad de las vacantes en el margen— y la ocupación en la Región Metropolitana, de acuerdo a una variedad de fuentes, sigue en una senda más estable. En segundo lugar, la evidencia disponible indica que la caída que muestran las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido más suave que la que se deduce de su comportamiento histórico respecto de la tarifa de la locomoción colectiva, el precio de los combustibles en general, y la marcha del mercado laboral. Adicionalmente, las expectativas empresariales mostraron un repunte en la última medición.

Por el lado de los precios, la inflación de junio se ubicó dentro de lo esperado en la anterior reunión de Política Monetaria, más allá de que para el mercado constituyera un registro por sobre lo que anticipaba. El panorama de inflación en el corto plazo no ha cambiado significativamente respecto de lo considerado el mes anterior. Ello en todo caso depende de que el tipo de cambio y el precio del petróleo retornen en el corto plazo a una trayectoria coherente con el escenario base del Informe de Política Monetaria.

### 1.1. Escenario Internacional

Desde la reunión anterior se han atenuado los riesgos de que el precio del petróleo resulte más alto para este año, y en Estados Unidos de América se dio el incremento de tasas de interés esperado en forma mayoritaria por el mercado. Aparte de esto, el favorable panorama externo no ha presentado cambios importantes desde la reunión anterior.

Durante las últimas semanas las proyecciones de crecimiento mundial, ponderado a paridad del poder de compra, se reducen en 0,1 punto porcentual para el bienio 2004-2005, a la vez que aumentan en igual magnitud al ponderar por los principales socios comerciales. Lo anterior está asociado al leve ajuste a la baja del crecimiento de Estados Unidos de América por la revisión del PIB efectivo del primer trimestre, que se contrarresta con revisiones al alza en las proyecciones para Japón y la zona euro.

En Estados Unidos de América, las perspectivas de crecimiento para el 2004 se consolidan con indicadores de coyuntura que apoyan un escenario dinámico para los próximos trimestres. La actividad industrial y de servicios, así como los indicadores de consumo, de confianza de consumidores y de empresas, junto a buenas cifras provenientes del mercado laboral dan cuenta de ello. En la zona euro, los primeros indicadores del segundo trimestre entregan señales positivas respecto de la recuperación, no obstante muy asimétrica en sus principales economías. Francia e Italia muestran un mayor dinamismo propio, pero Alemania sigue muy dependiente de la demanda externa. En Japón, indicadores divulgados las últimas semanas (revisión al alza del PIB del primer trimestre, gasto familiar e indicadores de confianza) apoyan la recuperación de la demanda interna, lo que le da una base más sólida de sustentabilidad al crecimiento de esta economía, hasta hace poco impulsado solo por el sector externo.

Desde la reunión pasada, el precio del cobre se ha movido entre US\$ 1,16 y US\$ 1,30 la libra. No obstante, el rango de oscilación se redujo en la segunda mitad de junio, ubicándose el techo de la banda mencionada en US\$ 1,22 en la última semana del mes. Con esto, durante el primer semestre del año el precio de este commodity promedió US\$ 1,252 la libra. Hacia el año 2005 se mantiene la expectativa de una trayectoria declinante para este precio, asociado al desarrollo de nuevas inversiones y a la reapertura de yacimientos ante los atractivos precios actuales. Con todo, en la medida que el precio continúe oscilando en el rango observado en los últimos días, y, apoyado por el fuerte descenso de los inventarios, no se descarta una revisión al alza en el nivel proyectado para este año.

En junio el precio del petróleo se movió en línea con lo esperado, con una trayectoria a la baja respecto de los elevados niveles de fines de mayo. Luego de bordear los US\$ 40 el barril a comienzos del mes, junio cerró con un precio en torno a US\$ 33, con lo que el primer semestre del año promedió US\$ 3,7 el barril. Aunque el precio del petróleo continuó descendiendo luego de la última reunión de política hacia niveles coherentes con el escenario central del Informe de Política Monetaria, gracias al incremento de cuotas por parte de la OPEP, datos positivos de producción, y la entrega del poder en Irak, en los últimos días este precio ha mostrado una nueva alza, ubicándose en torno a US\$ 36 por barril en lo más reciente. No obstante, los fundamentos de este mercado, tales como fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), niveles de inventarios históricamente bajos; y espacios limitados para incrementar la oferta de crudo, siguen en línea con lo previsto hace un tiempo, por lo que las proyecciones de precio para este y el próximo año se mantienen inalteradas y permanece un sesgo al alza en el precio proyectado.

Tal como se esperaba, los mercados financieros más desarrollados tenían internalizado el inicio del ciclo de alzas de la tasa de los fondos federales de Estados Unidos de América (+25 puntos base, ubicándose en 1,25%). Respecto de comunicados anteriores, se mantiene la indicación de que los riesgos están balanceados y el proceso de alza de tasas de interés sería a una velocidad mesurada, pero agrega que la autoridad monetaria responderá a cambios en las condiciones de manera de cumplir con la obligación de mantener la estabilidad de precios. Así, el mercado espera un proceso de alzas con velocidad mesurada, con aumentos adicionales que totalizarían 75 puntos base a fin de año, de los cuales 25 puntos base se producirían en agosto. Esta trayectoria, con los fondos federales finalizando el año en 2%, implica 25 puntos base más de lo que se anticipaba algunas semanas atrás. Esto se justifica no sólo por el alza en varias medidas de inflación y expectativas de la misma, denotando un traspaso del incremento de los precios de los commodities (materias primas de exportación), sino también por las claras señales de recuperación que está dando el mercado laboral, el que en los últimos tres meses creó más de 900 mil empleos. Para la zona euro, en tanto, las expectativas de que el primer incremento en la tasa de política no se dará en el presente año se mantienen, sustentadas en una recuperación más modesta de la economía de la zona, y tasas de inflación subyacente que aún se encuentran dentro de la meta.

No se apreciaron movimientos muy significativos en las tasas de interés de largo plazo, especialmente en Estados Unidos de América y la zona euro, donde los rendimientos de bonos de largo plazo fueron similares a los de principios de junio, en línea con la ausencia de antecedentes demasiado sorprendidos en la trayectoria de la inflación y la actividad.

En términos de paridades, la menor fortaleza relativa de la actividad en la zona euro contrarresta las presiones a la depreciación del dólar ante el abultado déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos de América, el que llegó en el primer trimestre de este año a 5,2% del PIB. Por su parte, las bolsas han permanecido relativamente estables en el último mes.

En Japón, los indicadores financieros señalan la fuerte actividad registrada en el primer trimestre, junto con signos del traspaso del dinamismo al consumo interno y estimaciones de que el proceso deflacionario estaría llegando a su fin. Esto se reflejó especialmente, en el rendimiento del bono a diez años, el que ha experimentado un alza cercana a los 50 puntos base desde principios de año y hoy se sitúa en la vecindad de 1,85%. No obstante, la publicación reciente de indicadores algo más débiles podría poner alguna cota al proceso alcista en el rendimiento del bono.

Las condiciones de financiamiento externo de las economías emergentes se mantienen relajadas, dado que a la relativa estabilidad de las tasas de interés de largo plazo

en los mercados desarrollados se suma la permanencia de los spreads (premios financieros) soberanos en niveles bajos. En todo caso, la mayor disponibilidad de flujos de capitales para las economías emergentes hasta el momento se ha canalizado más hacia las economías asiáticas que para América Latina, cuya deuda aparece más sensible a la magnitud y rapidez en que se lleve a cabo el proceso de alza de tasas en las economías desarrolladas.

## 1.2. Mercados Financieros

### Tasas de interés

Los mercados financieros en el último mes han reaccionado con intensidad a los movimientos del tipo de cambio y del petróleo. La mayoría de las medidas de expectativas de inflación cayeron durante junio. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos y cinco años se sitúan en 1,8%, equivalente a caídas cercanas a 50 puntos base respecto del cierre de la reunión de junio. Por su parte, las expectativas de inflación a un año plazo de las mesas de dinero se sitúan en 2,05% (-40 puntos base en relación con el cierre de la reunión anterior), mientras a dos años se caen a 2,6% (-10 puntos base). En todo caso, se estima que estos movimientos son bastante inusuales por su magnitud, lo que impone una cuota de cuidado en la interpretación de las cifras.

Los resultados parciales de la encuesta de expectativas económicas de julio indica una inflación de 2,5% a un año plazo, cifra que se mantiene en 3% a dos años plazo.

Por otro lado, este ajuste en la compensación inflacionaria se dio en los instrumentos tanto de renta fija como de renta variable. Las tasas de interés de los instrumentos reajustables subieron del orden de 30 puntos base, ubicándose los Pagarés Reajustables del Banco Central en 2,5% a cinco años y en 3,7% a diez años. En cambio, las tasas de interés de los bonos en pesos revirtieron gran parte del alza del mes anterior (entre 15 puntos base y 20 puntos base) al transarse en torno a 2,9% a dos años y a 4,3% a cinco años. Este comportamiento obedeció, en gran medida, a las expectativas de menor inflación y, en menor medida, a la sustitución por instrumentos de renta fija privados.

Con todo, las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva forward se mantienen prácticamente inalteradas respecto de la reunión anterior. Se continúa esperando un aumento del orden de 75 puntos base en los próximos seis meses y de otros 75 puntos base en los siguientes seis meses. En tanto, resultados parciales de la encuesta de expectativas de julio indican que a fines de año la tasa de política monetaria estaría 25 puntos base por sobre su nivel actual, con un incremento adicional de 75 puntos base para mediados del año 2005.

## Agregados monetarios

Durante junio, los agregados monetarios presentaron importantes expansiones anuales en todas sus medidas. La tasa de crecimiento anual del M1A alcanzó al 20,9%, mientras la del M2A se situó en 7,6% y la del M7 en 3,4%. Las Administradoras de Fondos de Pensiones se caracterizaron por mantener una cartera más líquida, preferentemente en depósitos a plazo. Esto se explicó por la importante colocación de bonos corporativos de fines de junio.

## Condiciones de crédito y financiamiento

De acuerdo con los resultados de las encuestas a instituciones financieras de mayo, tanto la oferta como la demanda de créditos se continúan fortaleciendo en el sector bancario, lo que se atribuye al mejoramiento del entorno económico.

La deuda bancaria creció 6% en términos nominales durante mayo, acentuando la trayectoria al alza que presenta desde comienzos de año. Por tipo de crédito, los de consumo mantienen el auge previo con tasas de variación en doce meses de 17%. Sin embargo, las tasas de interés de estas colocaciones exhibieron alzas de 50 puntos base en promedio durante junio.

Los préstamos para la vivienda crecieron 11% en términos anuales durante mayo, sobrepasando el crecimiento de 60% anual en productos distintos de las letras de crédito y mutuos hipotecarios, tales como préstamos hipotecarios a tasa flexible o por el 100% del valor de la vivienda. Como contrapartida, los habituales canales de financiamiento han perdido participación en el curso del 2004, con letras de crédito y mutuos hipotecarios que representan 64% y 13,5% de este mercado, respectivamente, comparados con el 69% y el 16% que representaban a mediados del año 2003. A pesar de que la evolución de la tasa de interés de las letras de crédito hipotecario fue al alza en el mes, promediaron niveles similares a los de mayo: 4,4%.

En mayo, la tasa de crecimiento anual de la deuda de empresas llegó a 1%, luego de casi un año de cifras negativas. Las tasas de interés de estos créditos se ubican en promedio 50 puntos base por sobre los promedios de mayo. Destacó en junio el importante volumen de emisiones de bonos corporativos (UF 23,5 millones). A diferencia de emisiones previas, resalta el hecho de que la totalidad de los recursos esté destinado a proyectos de inversión. Las colocaciones de estos bonos se caracterizaron por una alta demanda, la que se reflejó en el bajo spread por sobre los Pagarés Reajustables del Banco Central (entre 30 puntos base y 50 puntos base) y en la trayectoria de las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario.

## Bolsa

En junio, el IPSA creció 3,1% en dólares y 3,8% en pesos, acumulando en el año caídas de 0,1% en pesos y de 6,2% en dólares. Destacó el anuncio de nuevas emisiones de acciones por un monto aproximado de US\$ 300 millones por parte de empresas del sector financiero y del comercio. Las bolsas internacionales tuvieron alzas en el mes. El Dow Jones aumentó 2,4% y el Nasdaq 3,1%, acumulando en el año variaciones de -0,2% y 2,2%, respectivamente.

## Tipo de cambio

Desde la reunión de junio, el tipo de cambio se ha apreciado 2,2%. El movimiento del peso estuvo determinado por la depreciación de las monedas de la región en la primera mitad de junio y luego por la depreciación del dólar en el mundo. De esta manera, en lo más reciente el tipo de cambio observado se cotiza entre \$ 630 y \$ 640 por dólar, niveles similares a los de fines de mayo. Al medir la evolución de la moneda local respecto de una canasta de monedas, la apreciación ha sido menor: 1,2% con respecto al TCM y al TCM-5.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, resultados parciales de la encuesta de expectativas de julio indican que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 1% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3% a dos años plazo. Ello es coherente con un diferencial entre tasas de interés nominal internas y externas que se ha mantenido constante durante todo el mes.

Por su parte, el tipo de cambio real se ha depreciado 0,8% desde mayo a la fecha, cifra que es de 1,1% para el TCR-5. En junio el tipo de cambio real se ubicó en el nivel más alto del año (102,9) equivalente a una depreciación acumulada de 6,2% respecto de diciembre. El diferencial real ha mostrado una trayectoria estable, explicada por el efecto combinado del alza de tasas de interés locales y la disminución del spread que ha compensado el alza de las tasas de interés externas.

## **1.3. Demanda y cuentas externas**

### Consumo y existencias

En mayo, el consumo continuó con cifras positivas. El consumo habitual mantuvo una trayectoria creciente de sus niveles, mientras el consumo durable, aunque con niveles menores en las últimas observaciones, siguió significativamente por encima de los registros de 2003.

Pese a la evolución de los indicadores de consumo, las expectativas de los consumidores continúan deteriorándose. En junio, la percepción de los consumidores según

la encuesta de Adimark (IPEC) y Opina (ICC), muestran un nuevo retroceso. En todo caso, la evidencia disponible indica que la caída que muestran las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido, si algo, más suave que la que se deduce del desempeño reciente de la tarifa de la locomoción colectiva, el precio de los combustibles, en general, y la marcha del mercado laboral.

En el segundo trimestre se espera una desacumulación de existencias. Ello se apoya en indicadores parciales como la relación de producción a ventas industriales, la información de producción y exportaciones minera y los antecedentes aportados por el IMCE en los últimos tres meses, los cuales indican que la industria y la minería han ajustado a la baja sus niveles de inventarios durante el trimestre.

#### Formación bruta de capital fijo

Los indicadores parciales de inversión, aunque con un relativo estancamiento, continúan registrando niveles muy superiores a los observados en el 2003. Destaca el componente de maquinarias y equipos, debido al mejor desempeño de las importaciones de bienes de capital respecto de lo esperado el mes anterior.

En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas registradas por la Cámara Chilena de la Construcción de mayo crecieron considerablemente respecto del mes anterior, acumulando 4.570 unidades vendidas en lo que va del año, nivel similar al de 2003 en igual fecha. El nivel de inventarios continuó con la tendencia decreciente que mantiene desde comienzos de este año. Con todo, el período necesario para liquidar las existencias se redujo en dos meses.

#### Política fiscal

En mayo, el balance acumulado del Gobierno Central llegó a 0,7% del PIB. Destacó el aumento de 20% anual en los ingresos presupuestarios, explicado por el crecimiento de 17,9% anual de los ingresos tributarios. Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico, crecieron alrededor de 5,5% anual, en línea con lo observado en los meses anteriores.

#### Sector externo

En junio, las exportaciones e importaciones alcanzaron US\$ 2.314 y US\$ 1.845 millones, lo que representa crecimientos anuales de 42% y 21% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Se estima que en el segundo trimestre el volumen de los envíos al exterior creció 11% anual, mientras los precios aumentaron 33%. Destacaron los precios de las exportaciones mineras (73%) y el aumento del volumen de la industria (11%). El

volumen de las importaciones, en tanto, habría aumentado 9% anual mientras sus precios lo hicieron en 7%. Resalta el incremento del volumen de las internaciones de bienes de consumo (23%) e intermedias (9%). Las compras de bienes de capital crecieron significativamente en el trimestre (8%), reflejando importantes correcciones al alza respecto de la proyección de mayo pasado.

### **1.4. Actividad y mercado laboral**

En mayo, el crecimiento de la actividad fue un poco superior al estimado en la reunión anterior. Ello se debió a una mayor producción efectiva en minería e industria, y al mejor resultado del comercio, gracias al crecimiento de las ventas industriales.

La producción industrial creció algo más que lo proyectado, debido a un mejor desempeño en los sectores orientados al mercado externo y al consumo interno. En el caso del mercado externo, destacó pesca que mantuvo el significativo incremento de los meses previos. En las ramas ligadas al consumo interno, en tanto, sorprendió la mayor producción de lácteos y de imprenta y editoriales.

Las cifras de mayo, sumadas a la revisión de las consideradas para junio, configuran un panorama de actividad para el segundo trimestre superior al previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo y en la última reunión. Las mayores correcciones se han producido en los sectores de pesca, industria y comercio.

#### Mercado laboral

De acuerdo con las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas sobre el mercado laboral, para el trimestre móvil marzo-mayo, la ocupación se debilitó más de lo previsto, generando un incremento no menor en la tasa de desocupación. Descontando efectos estacionales, se perdieron alrededor de siete mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil finalizado en abril.

La tasa de desempleo, eliminada la estacionalidad, aumentó por tercer mes consecutivo para situarse en 9,2%. Este comportamiento también es apreciable en la población primaria (hombres entre 25 años y 54 años). En este contexto de menor ocupación, la tasa de participación de la fuerza de trabajo total se mantuvo estable, al mismo tiempo que en la población femenina se apreció un sostenido aumento.

Las implicancias de estos hechos sobre la evaluación del mercado laboral deben graduarse en función de un mayor número de antecedentes. Ello, porque la evolución más desagregada del mercado laboral muestra un escenario bastante heterogéneo.

Por un lado, la caída de la ocupación se explica en gran medida por un menor empleo agrícola y una fuerte caída de la ocupación por cuenta propia.



Por otro lado, el empleo asalariado está aumentando, pese a la debilidad de las vacantes en el margen. A su vez, aunque con rezagos en la información, medidas alternativas de ocupación como el empleo industrial de la Sociedad de Fomento Fabril y la ocupación de la Asociación Chilena de Seguridad siguen con una tendencia de relativa expansión.

A lo anterior se suma el incremento que registra la ocupación en la Región Metropolitana, tanto en la medición del Instituto Nacional de Estadísticas como en la de la Universidad de Chile.

Finalmente, existe una cuota de escepticismo respecto de la precisión de la información más reciente del Instituto Nacional de Estadísticas. Ello porque se aprecian movimientos en algunas subcategorías que, en principio, por su magnitud podrían ser algo anómalos. En general, en períodos previos la dispersión por subcategorías se incrementaba a la par entre todas ellas. En la última información, sin embargo, sólo se produce un aumento en la dispersión por categoría, lo que es el reflejo de la fuerte caída del empleo por cuenta propia, que se ubica en niveles similares a los de fines de 2002.

### 1.5. Precios

En junio el IPC tuvo una variación de 0,4%, cifra que fue de 0,3% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 1,1%, mientras que del IPCX se situó en 0,6% y el del IPCX1 en 0,4%.

El IPCX2, en tanto, aumentó 0,1% en el mes, con una tasa de variación anual que descendió a 0,1%. En cuanto a las medias podadas del IPC e IPCX, a diferencia de lo ocurrido en el último año y medio, en junio se apreció un incremento en su tasa de variación anual. En cuanto al IPCX1, la generalidad de sus medidas no mostró cambios de relevancia. La mediana de las variaciones mensuales del IPCX1 aumentó marginalmente respecto del mes anterior, lo mismo que el incremento mensual desestacionalizado de este índice.

Respecto del número de ítems que mensualmente aumentan de precio, en junio se apreció un incremento, teniendo como contrapartida un descenso de los que no sufren cambios. El promedio móvil trimestral del incremento mensual anualizado de la serie desestacionalizada del IPC, el IPCX y el IPCX1 siguió indicando un incremento en la inflación de estos índices.

En junio, los grupos que presentaron alzas en el promedio de sus precios son: transporte (1,5%), vivienda (0,8%) y alimentación (0,2%). Mientras que se constataron disminuciones en los grupos otros (-0,3%) y vestuario (-0,2%). Equipamiento de la vivienda, salud, educación y recreación, permanecieron sin variación.

La inflación de junio estuvo en línea con lo estimado en la reunión anterior, produciéndose las principales diferencias en el rubro de vivienda. Ello por un incremento en los combustibles de uso doméstico mayor al supuesto inicialmente.

En mayo, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales descendió marginalmente. El índice de remuneraciones por hora y del costo de la mano de obra registraron una variación anual de 3,0%.

El costo laboral unitario privado disminuyó su tasa de crecimiento anual con respecto al mes anterior (0,1%), trayectoria que fue más evidente en el sector industrial producto del importante incremento de productividad en el sector.

## 2. Opciones

El Presidente del Banco Central solicita a la División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

### 2.1 Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Se consideró que los antecedentes disponibles no modificaban el panorama de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% hacia fines del 2005. Por un lado, tanto el precio del petróleo como el tipo de cambio se ubicaban por sobre la trayectoria implícita en las proyecciones del Informe de Política Monetaria, situación probablemente transitoria, mientras las cifras de actividad reafirmaban el panorama de mayor crecimiento para este año. Por otro lado, la inflación subyacente alcanzaba registros algo por debajo de los previstos en el Informe.

Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:

- Más allá de las fluctuaciones de las proyecciones ocurridas en las últimas semanas, las medidas de inflación IPC y subyacentes de junio fueron iguales a las esperadas hace un mes.
- A pesar de que se inició la normalización de la tasa de interés de política en Estados Unidos de América, la mayor volatilidad en los mercados emergentes ha continuado decayendo, en parte gracias al lenguaje de la Reserva Federal y los datos más recientes de la economía norteamericana, que hacen más probable

un aumento pausado de tasas. La disminución de 20 puntos base en la tasa de interés del bono del Tesoro a diez años en las últimas dos semanas corrobora lo anterior.

- Aunque el precio del petróleo continuó descendiendo luego de la última reunión de política hacia niveles coherentes con el escenario central del Informe de Política Monetaria, en los últimos días este precio ha mostrado una nueva alza, ubicándose en torno a US\$ 36 por barril. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal disminuyó cerca de 2% mientras el tipo de cambio real lo hizo en aproximadamente la mitad. Con ello, el tipo de cambio real se ubica cerca de 4% por encima del valor de largo plazo considerado en el escenario base de proyecciones.
- El precio del cobre se ha mantenido sobre US\$ 1,20 por libra en lo más reciente, alcanzado valores sobre US\$ 1,25 en algunas jornadas.
- Si bien los datos de actividad de mayo no estuvieron lejos de lo previsto, se consolida un escenario de mayor crecimiento del PIB en el segundo trimestre al esperado en el Informe de Política Monetaria, escenario que ya se manifestaba el mes pasado. Desde la última reunión, las cifras de inversión han continuado mejorando. Las cifras del mercado laboral, por el contrario, fueron sorpresivamente pobres, con una caída en la contratación en el último trimestre móvil y un aumento del desempleo. De persistir esta debilidad del mercado laboral podría influir en la fortaleza de las cifras de consumo, las que por ahora se mantienen positivas. Los indicadores de expectativas de consumidores, en tanto, han continuado disminuyendo.
- Los indicadores de expectativas inflacionarias han tenido comportamientos a la baja. Por un lado la compensación inflacionaria a dos y cinco años disminuyó por debajo de 2%. Las expectativas a un año de la encuesta a operadores de mesas de dinero disminuyó hasta cerca de 2% mientras que a dos años se movió marginalmente a la baja a 2,6%. En la encuesta a analistas las expectativas disminuyeron una décima hasta 2,5% a once meses, manteniéndose en 3% a dos años.

Con los antecedentes acumulados, mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual es probablemente la opción más plausible. Por otro lado, es importante destacar que en el escenario central de proyección el solo paso del tiempo hace que la opción de incrementar la tasa de interés tome más preponderancia.

Al igual que el mes pasado, no parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés.

Se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria considerando que, en su conjunto, los antecedentes parecen ser insuficientes para modificar el cuadro de proyecciones de inflación para los próximos trimestres. Por un lado, ni los datos efectivos de inflación, que estuvieron dentro de lo esperado, ni los de crecimiento son demasiado diferentes a los considerados en el escenario central del Informe de Política Monetaria, aunque podrían ser coherentes con un crecimiento algo mayor y presiones subyacentes de precios marginalmente más atenuadas que las consideradas. Con todo, más allá de los habituales vaivenes en la información mensual, la velocidad de las distintas medidas de inflación continúa aumentando, tal como se preveía, por lo que los matices son respecto de si ese aumento de velocidad es mayor o menor que el adecuado, no de si está aumentando o disminuyendo la inflación. Por otro lado, las cifras del mercado laboral, más débiles, aunque señalando aumentos de productividad y disminución del ritmo de crecimiento de los costos laborales unitarios, y la persistencia del tipo de cambio real y del precio del petróleo por encima de la senda prevista en el último ejercicio de proyecciones tienen implicancias contrapuestas para la trayectoria más probable de la inflación. Por ahora, no parece haber suficiente información para dilucidar cuál de estos factores, si alguno, será predominante en la evolución futura de la inflación. El cuadro que muestra las medidas de expectativas de inflación en parte refleja esto.

Por cierto, esta opción de mantener la tasa habría perdido preponderancia sin las señales de debilidad que se han visto en el mercado laboral y la ausencia de sorpresas positivas en inflación.

Se podría justificar la opción de aumentar la tasa de interés si se evaluara conveniente comenzar a disipar la marcada diferencia entre la tasa de interés actual y las distintas estimaciones de la tasa neutral. Como se ha discutido otras veces, es previsible que, en ausencia de nuevos shocks de precios, la tasa de política monetaria deba ubicarse en torno a los niveles neutrales cuando la economía esté en pleno empleo, lo que de acuerdo con las proyecciones sucedería en un período de aproximadamente dos años en el escenario central. Como referencia, las tasas de interés de mercado implícitamente consideran, como el mes pasado, un aumento de la tasa de política monetaria de poco menos de 300 puntos base en dos años, cifra que es algo menor que los cálculos que se derivan de los análisis de tasa neutral. Si se prevé que aumentar la velocidad de ajuste implícito no provocará inconvenientes, la justificación de mantener se ve reforzada. Por el contrario, si se evalúa que hay riesgos asociados a aumentar la velocidad de normalización, el argumento de mantener pierde fuerza.

Desde el punto de vista táctico de la política monetaria, cabe mencionar que el mercado no espera un cambio de la tasa de política monetaria en esta reunión, probablemente reflejando el panorama mixto de la información acumulada. Además de evaluar la conveniencia del posible efecto de un cambio sorpresivo en la tasa de



política monetaria sobre algunos precios financieros claves, este cambio debería ser claramente explicado para evitar que se percibiera como una variación en la función de reacción del Banco Central.

## 2.2. Análisis y comentarios de las opciones

El Presidente del Banco Central ofrece la palabra a los Consejeros para analizar las opciones presentadas y para proceder a la votación.

Varios Consejeros comentan las implicancias del inicio del alza de tasas en Estados Unidos de América. En primer lugar, el comunicado que acompañó a ese aumento de tasa y la reacción del mercado, refuerzan el escenario base planteado en el último Informe de Política Monetaria, de un aumento relativamente suave de la tasa de interés en ese país, lo que reduce la probabilidad del escenario de riesgo de un aumento más acelerado de las tasas de interés internacionales. Agregan que el Banco Central ha dado señales recientemente de que no va a seguir los movimientos de la Reserva Federal de cerca, por lo tanto un movimiento ahora sería una sorpresa y como tal llevaría al mercado a suponer que o existen noticias nuevas, que no se conocen pero sí el Banco Central y que la justifican, o bien, que ha cambiado la función de reacción del Banco Central o que su autonomía es más limitada de lo estimado, ambos aspectos que no se condicen con la realidad. Señalan que el aumento en 25 puntos base de la tasa rectora norteamericana generó pocas fluctuaciones en los mercados internacionales, lo que da cuenta de su internalización previa tanto en tiempo como en magnitud. El crecimiento mundial sigue siendo robusto, lo que permite justificar la disminución del impulso monetario en los Estados Unidos, el que no ha tenido impacto relevante respecto a la evolución inflacionaria de la economía chilena y por lo tanto no indica que se debiera acomodar dicho cambio con la política monetaria menos expansiva.

Algunos Consejeros comentan que los eventos recientes llaman a tener más cuidado respecto del escenario de riesgo de un mayor precio internacional del petróleo durante los próximos 18 meses respecto del escenario central. Señalan que en el escenario internacional el precio del petróleo está por encima de la trayectoria que se esperaba en el Informe de Política Monetaria de mayo, lo que ya sucedió el mes pasado, pareciendo cada vez más realista suponer que esta trayectoria nos va a acompañar por algún tiempo. Un Consejero destaca que las elecciones presidenciales en los Estados Unidos de América son una fuerte tentación para la comisión de atentados terroristas, lo cual puede impulsar el precio de este producto incluso más arriba que el actual. Sin embargo, destaca que el aumento del precio del petróleo así como la corrección al alza de las proyecciones y su precio para los próximos trimestres, observadas hasta ahora, no son de una magnitud ni persistencia suficiente para impactar significativamente la trayectoria inflacionaria esperada al horizonte

relevante. Sin embargo, dichos cambios sí representan un riesgo que habrá que monitorear cuidadosamente en el futuro cercano.

Un Consejero menciona además que la trayectoria de leve apreciación del tipo de cambio real supuesta en las proyecciones del informe de mayo ha sido menos marcada de lo previsto, lo cual se añade a lo anterior como un factor de impulso adicional para la inflación futura.

Otro Consejero destaca que en el ámbito interno se han disipado los riesgos que se derivaron del racionamiento del gas argentino y que, a su juicio, parece ser el principal elemento detrás del deterioro relativo de las expectativas.

Varios Consejeros discuten el relativo aflojamiento del mercado laboral y de las expectativas de los hogares. Señalan que aún es prematuro para distinguir si se trata de un fenómeno transitorio o que va a tomar algún tiempo en disiparse, pero diversos indicadores sugieren que la debilidad del mercado laboral podría ser muy transitoria. En todo caso, la disminución en la tasa de desempleo mostrará probablemente un rezago mayor al deseado, ya que antes se debiesen observar incrementos mayores en la producción e inversión, que es lo que justamente se ha estado observando en los últimos meses. De otra parte, un Consejero cree que la debilidad mostrada recientemente por el mercado laboral muestra que las holguras de capacidad en ese sector son mayores que las estimadas con anterioridad.

Algunos Consejeros señalan que la evolución reciente del PIB y el gasto para el segundo trimestre ha sido más dinámica de lo estimado, particularmente con un crecimiento de la inversión bastante superior al esperado, antecedentes que llevan a pensar que el Banco Central debe evaluar cuidadosamente el momento oportuno para comenzar a revertir el significativo impulso monetario vigente.

Varios Consejeros indican que la inflación subyacente ha seguido el curso previsto en el mes pasado, y que aunque las expectativas de inflación muestran un ajuste hacia abajo, en el caso de aquellas derivadas de los mercados financieros, el IPC y las medidas subyacentes, así como las expectativas inflacionarias de mediano plazo, continúan confirmando la convergencia al rango meta en el horizonte habitual de política.

Con relación a las opciones de política, un Consejero destaca que las proyecciones de inflación aún muestran un prolongado período en que se estará por debajo del rango meta. Dado que la convergencia hacia el centro del rango meta se producirá desde niveles de inflación muy bajos, que irán aumentando muy gradualmente, y considerando los rezagos con que actúa la política monetaria, resulta predecible que los aumentos de tasa de interés ocurrirán cuando aún se tengan inflaciones

muy bajas. Ello exige destacar que el objetivo es afectar inflaciones que están muy adelante en el tiempo, cuatro a ocho trimestres al menos, y la inflación actual sólo sirve para predecir de mejor forma su trayectoria futura.

Otro Consejero estima que tal vez el momento de iniciar la normalización de la política monetaria está más próximo de lo anticipado, por lo que es oportuno revisar muy cuidadosamente los antecedentes disponibles para elegir el momento óptimo de iniciar dicho proceso. Además, se estima que la alternativa de mantener la actual tasa de política monetaria, hubiese sido menos nítida sin el ya mencionado retroceso en el mercado laboral y el deterioro de las expectativas de los hogares.

Varios Consejeros coinciden en que la información acumulada hasta esta fecha lleva a concluir que no existen razones para iniciar en esta reunión el proceso de normalización de la política monetaria hacia una posición de mayor neutralidad. Un Consejero señala que tampoco existen antecedentes que permitan asegurar, con exactitud, cuándo comenzará ese proceso, el cual cree puede tardar varios meses. Todo lo anterior implica que mientras no se tenga mayor información, el mejor curso de acción es mantener la tasa en su nivel actual.

Sometidas a votación las opciones discutidas, los señores Consejeros manifiestan su decisión de mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

### **3. Acuerdo**

---

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 1,75% anual.