

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 50 celebrada el 10 de julio del 2003

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Vittorio Corbo Lioi
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Jorge Carrasco Vásquez (Fiscal y Ministro de Fe Subrogante);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente de División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
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).

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a julio de 2003.
3. GERENCIA : División 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 julio de 2003:

Síntesis del mes

- Las noticias ocurridas desde la reunión de política monetaria de junio llevan a estimar que, a pesar del buen comportamiento que aún muestra el mercado laboral, la desaceleración de la actividad en el segundo trimestre fue mayor que la prevista, especialmente en el sector industrial. Los indicadores parciales de gasto, en tanto, han mostrado comportamientos mixtos. Por su parte, el escenario de crecimiento mundial más sostenido a partir del segundo semestre se mantiene, gracias a indicadores coyunturales algo más positivos en Estados Unidos. Por el lado de la inflación, más allá de los pronunciados vaivenes mensuales que ha mostrado la inflación del IPC, la inflación anual del IPCX1 se ha acercado al 3%, quizás ligeramente más rápido que lo

previsto. Las noticias han venido básicamente de la clarificación del paquete impositivo y de un incremento levemente mayor de la inflación subyacente.

- Aunque persiste la incertidumbre en el entorno internacional, las cifras más recientes sobre la marcha de la economía de Estados Unidos indican un ritmo de crecimiento menos incierto, lo que se aprecia en la estabilización del sector industrial y la recuperación de las expectativas de los hogares. La reducción de 25 puntos base por parte de la Reserva Federal dio cuenta de una visión que considera que el impulso macroeconómico ya existente debería ser suficiente para empujar, junto con el crecimiento de la productividad, el crecimiento de la actividad y del gasto a partir del segundo semestre. En la zona euro, en tanto, persisten las señales de debilidad, mientras que en Asia el impacto del *Síndrome Agudo Respiratorio Severo* sobre el crecimiento se ha disipado. Los precios de los *commodities* siguen mostrando una recuperación moderada de los términos del intercambio. Las noticias más relevantes en este sentido son el incremento en la proyección del precio del petróleo hasta US\$27 por barril para este año, siendo aún prematuro elevar las perspectivas para la inflación importada, debido a la sostenida deflación medida por los índices de valor unitario de importaciones de bienes de consumo.
- Los mercados financieros internacionales han tendido a validar la pronta recuperación de la actividad global desde la última reunión de política monetaria. Los principales indicadores bursátiles se mantienen en niveles elevados, mientras las tasas de los bonos de largo plazo de las principales economías se han incrementado. Los *spreads* soberanos de economías emergentes, y los de activos riesgosos en general, continúan en una senda de reducción, lo que también se ha apreciado en el buen acceso al mercado de corporaciones chilenas. Sin embargo, este mejor panorama no se ha reflejado aún en flujos de capitales netos a la región o a Chile, y de hecho, la probabilidad de un escenario de entradas relevantes se ha tendido a disipar.
- En Chile, las tasas de interés de largo plazo han estado relativamente ajenas a los vaivenes de la economía global, reflejando principalmente un incremento de la inflación esperada a diversos horizontes, en torno a 20-30 puntos base desde la última reunión de política monetaria, hasta 3,0% en días recientes. Este incremento probablemente se asocia con la trayectoria al alza que ha mostrado el precio del petróleo en las últimas semanas, además de reflejar el probable impacto del incremento del IVA en el curso de los próximos meses. En el mercado cambiario se ha visto una apreciación del peso, en términos tanto reales como nominales, desde mediados de junio, la que de acuerdo a los diferenciales de tasas de interés responde a variables fundamentales de equilibrio, por ejemplo, la estabilidad de las condiciones financieras externas y los menores riesgos en el panorama de crecimiento mundial.
- Con todo, los mercados financieros locales no parecen haber percibido completamente el cambio en la estimación de crecimiento de la actividad para el segundo trimestre. En particular, el desempeño del sector industrial fue bastante negativo en mayo, por una desaceleración de los sectores transables —tanto exportadores como sustituidores de importaciones— que ha sido superior a la prevista un mes atrás. Con esto, se estima que el PIB alcanzó un crecimiento en el segundo trimestre por debajo de lo proyectado en el *Informe* de mayo, esperándose que esta desaceleración sea relativamente transitoria. La demanda interna sigue mostrando signos de dinamismo, con un freno a las caídas en las ventas de durables y de viviendas y un repunte en la inversión en maquinaria y equipos. Así, y a pesar del deterioro reciente de las expectativas todavía no se acumulan antecedentes suficientes como para modificar la proyección de crecimiento agregado para este año y el próximo. La conjunción de las medidas fiscales de reducción de gastos y aumento de impuestos permiten alcanzar la meta de superávit estructural para este año. Para el panorama del año 2004 será relevante la persistencia de la menor recaudación más allá del efecto de las desgravaciones arancelarias.

- El mercado laboral ha continuado mostrando altas tasas de creación neta de empleo, en vez de la desaceleración que se preveía en la última reunión de política monetaria. De todas formas, esta creación de empleo parece ser algo precaria, lo que se puede deducir del importante incremento del empleo por cuenta propia y la disminución sostenida del número de vacantes. Esto permite afirmar el escenario de crecimiento económico con una mayor contribución del trabajo y con estabilidad en la productividad media, incidiendo en una aceleración de los costos laborales unitarios medidos — aunque no necesariamente los efectivos— algo mayor que la prevista. Este último fenómeno se ha visto parcialmente mitigado por el débil incremento de las remuneraciones nominales.
- La dinámica inflacionaria de corto plazo ha continuado bastante en línea con lo previsto en el *Informe* de mayo, aunque con algunas sorpresas en algunos componentes más subyacentes. El elemento más novedoso en el panorama inflacionario del segundo semestre será la cuantificación del impacto probable del IVA, el que, en principio, tendrá sólo efectos transitorios. Por ello, cabe analizar la tendencia inflacionaria limpia del efecto de los impuestos para el diagnóstico de la política monetaria, tal como lo hace un grupo relevante de Bancos Centrales que siguen metas de inflación.
- No se espera que las noticias del último mes sean suficientes para modificar por ahora las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, mientras que los escenarios de riesgo tienen implicancias diversas. Por una parte, de persistir de manera relevante la debilidad reciente de la actividad se reducirán las presiones inflacionarias hacia el año 2004 y el año 2005. Por otra parte, el incremento de los costos laborales unitarios ha sido algo superior al previsto. Finalmente, el impacto efectivo del incremento del IVA deberá evaluarse en los próximos meses ya que las observaciones de inflación efectiva permitirán afinar las estimaciones. Las expectativas privadas, en todo caso, siguen ubicándose en torno al centro del rango meta, a pesar de los incrementos recientes.

I. Escenario internacional

- Las proyecciones centrales de crecimiento mundial se han mantenido relativamente estables respecto de mayo. Si bien la mayor parte de los países industrializados pasó por un segundo trimestre muy débil, para la segunda mitad del año se prevé que el mundo tomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos. Contribuyen a este escenario las políticas monetarias expansivas aplicadas a lo largo del año, la agresiva política fiscal de Estados Unidos, la desaparición de la incertidumbre que significó el conflicto bélico con Irak y el buen desempeño que han mostrado los mercados accionarios.
- Los principales riesgos considerados en mayo —los cuales, aunque más moderados, subsistían hace un mes— han continuado reduciéndose. En cuanto a la actividad de Estados Unidos, diversos indicadores recientemente difundidos dan cuenta de una recuperación en algunos sectores, principalmente el inmobiliario y el de consumo personal, así como de la detención en el deterioro de la actividad del sector industrial y una recuperación importante del componente expectativas futuras de la confianza de los consumidores. Sin embargo, persisten dudas derivadas de que aún no se observa una recuperación significativa del mercado laboral o de la inversión.
- En cuanto a otros riesgos, la depreciación gradual del dólar a lo largo del año debiera permitir ir cerrando el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de manera menos traumática. Asimismo, en las economías emergentes, el impacto del *Síndrome Agudo Respiratorio Severo* sobre la actividad en Asia se ha desvanecido como elemento de riesgo. Por otra parte, la probabilidad de un escenario sustancialmente más positivo en términos de los flujos de capitales también aparece menos probable, en línea con el descenso que han mostrado los indicadores de apetito por riesgo en las últimas semanas.

- En línea con la actividad mundial, el precio del cobre ha mantenido una trayectoria al alza, oscilando entre US\$0,75 y US\$ 0,77 la libra, con lo que el promedio para esta variable en el primer semestre alcanzó a US\$0,75. En la medida que la recuperación de la actividad mundial se consolide, el precio del metal deberá continuar con un alza gradual, reforzada por el descenso en los inventarios. Estos últimos mostraron en el primer semestre un nivel 21% inferior al que existía en diciembre, explicado por la mayor demanda de China y Corea. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra para 2003 y 2004, respectivamente.
- El precio del petróleo continuó con una tendencia al alza durante junio, situándose algo por sobre US\$27 el barril en promedio. Esta evolución se explica por el descenso que han mostrado los inventarios, asociado a una disminución de la producción de la OPEP, el fuerte incremento de la demanda de gasolina y el lento retorno del petróleo iraquí a los mercados. Con ello, el promedio del primer semestre fue de US\$28,8 el barril. Por su parte, los contratos futuros muestran precios por barril en torno a US\$26 a diciembre, para converger a un nivel de US\$23 hacia fines de 2004. Así, el precio promedio del petróleo durante este año se situaría cerca de US\$27 el barril, por sobre lo previsto en la reunión pasada. Para el año 2004, se mantiene la proyección de un precio promedio entre US\$23 y US\$24 el barril.
- Los mercados financieros internacionales estuvieron muy volátiles durante el último mes. En efecto, mientras los mercados accionarios tuvieron un buen desempeño, los bonos y la paridad euro/dólar mostraron una alta volatilidad, respondiendo a las noticias de actividad e inflación en Estados Unidos y Europa. Hacia fines de junio, el retorno de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se incrementó, recibiendo un impulso adicional luego de la reducción de tasas de la Reserva Federal. Un comportamiento similar se observó en la paridad dólar/euro a lo largo del período.
- Pese a que antes de la reunión del 25 de junio no existía consenso respecto del monto de la baja de la tasa de política de la Reserva Federal, la reducción de 25 puntos base, así como algunos indicadores de actividad positivos, disiparon las expectativas de una rebaja adicional en el futuro. Esto se vio fortalecido por el comunicado entregado por la Reserva Federal tras su decisión, en el que señaló que las condiciones monetarias establecidas serían suficientes para apoyar el crecimiento de la economía. En la zona euro, en tanto, luego de la reducción de 50 puntos base a principios de junio, se formaron expectativas de un movimiento expansivo adicional. Sin embargo, estas perspectivas no se han consolidado, a la espera de nuevos indicadores de actividad y por las señales de las autoridades del mismo Banco Central Europeo.
- Los mercados financieros de economías emergentes siguen mostrando una evolución más bien positiva, reflejada en *spreads* soberanos a la baja —o estables en algunas economías—, mercados bursátiles al alza y monedas que en promedio se aprecian. En el caso particular de Argentina, resultará clave para sus perspectivas el resultado de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional, mientras que en Brasil es importante que se aprueben las reformas actualmente en el Congreso, de manera de afianzar el proceso de estabilización macroeconómica.
- En relación con los flujos de capitales, de acuerdo con lo que anticipaba el escenario central de mayo, se registra un retorno gradual hacia las economías emergentes, en línea con las mejores perspectivas de crecimiento y la menor incertidumbre mundial y regional, así como un mayor apetito por riesgo. Esto se ha reflejado en una reducción de los *spreads* de bonos emergentes y de las empresas de alto rendimiento de Estados Unidos. En todo caso, la probabilidad de un escenario de flujos de capitales mucho más abundante parece actualmente menor que hace algunos meses.

II. Mercados Financieros

- Desde la última reunión, las tasas de los documentos del Banco Central de Chile de mediano y largo plazo se han mantenido relativamente estables, con menor volatilidad que la observada en los mercados financieros externos. Las tasas de los BCU-5 han fluctuado entre UF+2,7% y UF+2,9%, mientras que las de los BCU-10 lo han hecho en un rango de cien puntos base sobre estos valores. Los mercados financieros no parecen percibir un cambio sustantivo en el escenario de crecimiento local, lo que ha acotado el grado de variabilidad de las tasas de documentos reajustables.
- Por otro lado, las tasas de los documentos nominales y de las captaciones reajustables de mediano plazo han reflejado perspectivas de inflación algo más elevadas. A dos y cinco años éstas se han acercado a 3%, desde los niveles en torno a 2,5% que presentaban un mes atrás.
- Aunque se aprecia un empinamiento de la curva de rendimiento de los documentos del Banco Central de Chile a plazos más cortos, ello respondería más a una normalización luego de un período de tasas cortas muy reducidas, que a una acentuación de las expectativas de alzas de la tasa de política monetaria. En efecto, las tasas de captación a menos de 90 días reportadas por las mesas de dinero se mantienen en torno a la tasa de política monetaria. Con estos antecedentes, la curva *forward* de las últimas semanas muestra que el mercado esperaría un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base durante el tercer trimestre y de otros 50 puntos base a comienzos de 2004. Por su parte, la encuesta de expectativas de julio indica una tasa de política monetaria de 25 puntos base por sobre su nivel actual para fines de 2003, la que aumentaría otros 50 puntos base para mediados de 2004.
- Las condiciones crediticias han continuado estables, aunque algo menos expansivas en el margen. Por un lado, las tasas de interés de colocación, aunque con bastante volatilidad, siguen en niveles promedio similares a los de meses anteriores. Las colocaciones de la banca, por su parte, muestran un crecimiento algo menor en los meses más recientes, probablemente asociado a una desaceleración de los créditos de consumo. Las colocaciones de bonos corporativos han tenido un mayor dinamismo en el último tiempo, con colocaciones totales superiores a 15 millones de unidades de fomento entre mayo y junio. La TIR media de estos bonos se ha mantenido en promedios similares a los de meses anteriores, lo mismo que la TIR media de las letras de crédito.
- En los agregados monetarios se sigue apreciando una normalización de los saldos que mantienen los agentes, luego del fuerte incremento de la liquidez durante el primer trimestre. El crecimiento anual del M1A se ubicó algo por sobre 21% en junio, esperándose que caiga hasta 14% en agosto. A su vez, el M2A y el M7 presentaron durante el mes pasado tasas bajas de expansión anual (3,6% y 7,7%, respectivamente), por la menor demanda de depósitos a plazo y la mayor preferencia de los inversionistas institucionales por otras inversiones, tales como acciones y bonos, tanto en Chile como en el exterior.

Tipo de cambio

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

- En términos reales, y en línea con lo anterior, se espera para julio una apreciación multilateral del peso de entre 1% y 2% mensual, la que se acercaría a 3% si se consideran las principales monedas (TCR-5). En cuanto a las paridades bilaterales, el peso chileno se mantiene más depreciado que el año 2002 con respecto al real brasileño y al peso argentino.
- Las expectativas que se extraen de los contratos futuros y cotizaciones de *Bloomberg* indican que el peso terminaría el año en torno a \$710 por dólar. Dicho valor es levemente superior al entregado por la encuesta de julio (\$705 por dólar).

Bolsas

- Las bolsas internacionales presentaron una recuperación con altibajos en junio, determinada por la aparición de diversos indicadores parciales de actividad en Estados Unidos. Así, el *Dow Jones* creció 2,3% y el *Nasdaq* 2,8%. El índice de ADR latinos siguió la trayectoria del *Dow Jones* (1,8%), en tanto el indicador de ADR chilenos sufrió un fuerte retroceso durante la segunda quincena del mes (-3,3% en junio).
- En el mercado local se verificaron trayectorias similares a la de las bolsas externas, con el IPSA manteniéndose cercano a su máximo anual. Ello se explicó, además, por las mejores expectativas de negocios internos (venta de acciones por parte de Enersis, fusión de Falabella y Sodimac).

III. Actividad y empleo

- Las noticias del último mes han llevado a reducir el crecimiento proyectado de la actividad para el segundo trimestre. El menor resultado del sector industrial, junto con revisiones en la minería, llevaron a una corrección a la baja tanto en el Imacec de mayo como en el PIB del segundo trimestre.
- En la industria, el menor desempeño se debió a una desaceleración de la actividad de los sectores transables. Por un lado, la entrada en vigencia del tratado de libre comercio (TLC) entre la Unión Europea y México a principios del próximo año está ya reduciendo las exportaciones de camionetas y automóviles desde Chile a esa nación, mientras se aprecia una caída en la actividad de sectores que compiten con importaciones de textiles y calzado desde Argentina. Adicionalmente, algunos sectores exportadores asociados a la agroindustria adelantaron su temporada, lo que afectó el perfil de crecimiento sectorial durante el primer semestre. Estos tres aspectos, considerados relativamente persistentes, contribuyeron en conjunto con tres puntos porcentuales de menor expansión de la industria en mayo con respecto al primer cuatrimestre de este año. En el sector minero, la caída se produjo tanto por menor valor agregado como por menor producción respecto de los planes de las principales compañías mineras.
- La estimación de la demanda interna también se corrigió a la baja para el segundo trimestre, principalmente por una menor expansión de las importaciones en junio. Para el tercer trimestre, se espera un crecimiento del gasto algo por sobre el previsto hace un tiempo, pero similar al del segundo trimestre.

Demanda interna

- La información de mayo sobre los indicadores parciales fue mixta. Por un lado, el crecimiento del consumo habitual se mantiene estable respecto de lo observado en el primer trimestre. Las ventas de supermercados del Instituto Nacional de Estadísticas recuperaron su ritmo de expansión, mientras que las medidas por la Cámara Nacional

de Comercio (ex Asociación de Supermercados de Chile) arrojaron un fuerte crecimiento anual, manteniendo el dinamismo de meses anteriores.

- Por otro lado, las ventas de automóviles alcanzaron las 9.460 unidades, deteniendo así la caída que se observaba desde principios de año. Las ventas durables medidas por la Cámara Nacional de Comercio también se mantienen en niveles elevados. Finalmente, las ventas de durables del Instituto Nacional de Estadísticas tuvieron una recuperación marginal, a la vez que las importaciones de bienes de consumo durable registraron una expansión anual similar a la del mes anterior (18%), superando los US\$100 millones.
- Las expectativas de los agentes tuvieron un retroceso en junio, después de la recuperación de abril y mayo. Se apreció una caída en prácticamente todos los componentes del índice, excepto en la percepción del momento para compras del hogar.
- En el último bimestre, los indicadores de inventarios continúan mostrando comportamientos disímiles, con un quantum de importaciones de bienes de consumo estables en abril y mayo, mientras que la razón producción a ventas tuvo una importante caída en igual período.
- La formación bruta de capital continuó dinámica, con ventas e importaciones de capital que evidencian la aceleración de la inversión en el primer semestre. Los quantums de importaciones de capital, en particular, crecieron en mayo tan fuertemente como lo hicieron en abril, alcanzando niveles similares a los registrados a comienzos de 2001. La información parcial de junio (valores) muestra una leve contracción en tendencia desestacionalizada de las importaciones de estos bienes.
- Las noticias del sector inmobiliario son, en general, positivas para mayo. Al igual que en el caso de las compras durables, las ventas de casas y departamentos mostraron una incipiente recuperación luego de la caída de los últimos meses, con ventas por sobre las 1.000 unidades. Asimismo, los *stocks* de viviendas nuevas mantienen su expansión, no obstante lo cual los meses necesarios para agotarlos disminuyeron de 16 a 14,2.
- En contraposición, los permisos de edificación mostraron una contracción en su tendencia —mayoritariamente en los establecimientos— después del punto máximo observado el mes anterior.

Política Fiscal

- Durante abril, el balance global del gobierno central se hizo más deficitario que durante el primer trimestre de 2003, debido a que los ingresos totales del gobierno central —en especial los tributarios— desaceleraron su crecimiento. Además, tal como se esperaba, los gastos totales —en particular la inversión pública— registraron una aceleración de su crecimiento anual, a consecuencia de la normalización de su patrón estacional. Así, el déficit fiscal en el año móvil que va de mayo de 2002 a abril de 2003 se ubicó en 0,5% del PIB respectivo.
- No obstante lo anterior, las noticias más relevantes en el ámbito fiscal han estado dadas por el conjunto de medidas para asegurar el cumplimiento del superávit estructural de 1% del PIB. La Dirección de Presupuestos (Dipres) estimó recientemente en US\$420 millones los menores ingresos fiscales con respecto a lo establecido en la Ley de Presupuesto del año 2003. De ellos, cerca de US\$240 millones corresponden a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea en febrero y a

la implementación inicial del programa Chile Solidario. La diferencia se explica, según la Dipres, por el resultado de la operación renta y la reducción de las ventas físicas de Codelco.

- Frente a esta situación, el incremento del IVA permitirá recaudar cerca de US\$80 millones este año, lo que junto con el recorte de gasto por US\$275 millones, que disminuye el crecimiento anual del gasto con efecto macroeconómico desde el actual 3,4% a menos de 2%, deja un remanente de menores ingresos por US\$65 millones. Este remanente posiblemente se financie con la venta de las acciones de empresas sanitarias. Con el conjunto de medidas anunciadas, el Ministerio de Hacienda mantiene su proyección de balance contable de -0,7% del PIB para el año 2003.
- Para el año 2004, aunque en principio el incremento de los impuestos y la reducción de gastos permiten lograr la meta de superávit estructural, ello dependerá de cuán persistente sea la caída de los ingresos fiscales (no asociables a los Tratados de Libre Comercio) anunciada por la Dipres hace algunos días.

Sector externo

- Los cálculos provisorios de quantum de exportaciones para el segundo trimestre han sido corregidos marginalmente a la baja respecto del mes anterior y del *Informe* de mayo, esperándose una variación de 2,0% en el trimestre. De esta forma, los volúmenes de los envíos agrícolas mostraron la mayor expansión anual (13,9%), seguidos por un aumento moderado en los industriales (2,9%). Compensa parcialmente estos incrementos la caída de 1,2% que se estima para las exportaciones mineras.
- Las importaciones de bienes para el segundo trimestre también tuvieron una corrección (quantum), principalmente por un ajuste a la baja en las intermedias. Se estima que las importaciones habrían aumentado 5,9% en el segundo trimestre, dándose la mayor expansión en los bienes de consumo (19,6%), seguidos por los de capital, que aumentaron 12,7%, explicado de manera importante por la internación de maquinaria para la industria de la celulosa en abril y mayo. Las importaciones de consumo intermedio aumentaron 0,9% durante el segundo trimestre.
- En junio, las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.623 millones, lo que representa una caída de 1,2% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, disminuyeron 4,6% (US\$1.434 millones).

Mercado laboral

- Durante el trimestre móvil finalizado en mayo el panorama del mercado laboral, pese a lo anunciado por indicadores líderes (vacantes), mostró un comportamiento positivo, revirtiendo la debilidad observada un mes atrás. La ocupación se mantuvo en niveles históricamente altos y el nivel de empleo tanto total como privado registró los mayores crecimientos anuales en lo que va del año (INE).
- Respecto del trimestre móvil anterior, el número de personas ocupadas —descontando efectos estacionales— aumentó en 34 mil puestos de trabajo, siendo también el mayor incremento registrado durante el año. Por su parte, los programas de empleos directos y subsidios a la contratación por parte del gobierno continuaron cayendo, lo que reafirma la influencia del empleo privado sobre la recuperación del empleo total.
- La tasa de desempleo desestacionalizada mostró una leve caída en el margen (8,7% comparada con 8,8% en abril) explicada por el crecimiento de la tasa de participación

(53,4% frente a 53,1% en abril) y el moderado aumento de los desocupados de la fuerza de trabajo.

- Para junio, el indicador de vacantes, descontando efectos estacionales, continuó cayendo, lo que sigue anticipando una desaceleración en la creación de empleo para el segundo semestre. A su vez, el indicador de empleo privado de la Asociación Chilena de Seguridad para mayo registró un crecimiento anual similar a los meses previos, con un alza en el nivel de ocupación marginal en términos desestacionalizados. Por sectores, la industria registró el mayor incremento tanto en el nivel de ocupación (16.000 nuevos puestos de trabajo en términos desestacionalizados respecto del trimestre anterior) como en la variación en doce meses (6,7%).
- La evolución de la ocupación formal e informal muestra que, a partir de marzo de 2002, la categoría informal —trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados— registró un aumento importante de nivel con tasas de crecimiento en doce meses cada vez más altas. Su peso relativo sobre el empleo total alcanzó alrededor de 27% entre 1990 y 1995, para caer a principios de 1996 y crecer paulatinamente hasta su máximo histórico registrado en mayo último (28,8%). Por su parte, el empleo formal —trabajadores asalariados, empleadores y personal de servicio— registra un crecimiento anual prácticamente nulo desde el tercer trimestre de 2002. Estas trayectorias reflejan el débil comportamiento de las vacantes, que es posible asociar al empleo contratado —por lo tanto formal— de acuerdo con esta definición.

IV. Precios y costos

- Durante junio, el IPC tuvo una variación nula, al mismo tiempo que el IPCX1 aumentó 0,2% debido al *shock* de precios que también se espera afecte la inflación del tercer trimestre. A esto se suma el aumento del IVA en octubre, con un efecto en la inflación que ya se aprecia en el leve incremento de las expectativas del sector privado para diciembre.
- El IPC de junio estuvo por encima de las estimaciones que se manejaron internamente durante el mes y por debajo de las estimaciones del mercado. Los factores detrás de esta inflación fueron el residuo de la baja de la tarifa de la locomoción colectiva de mayo, el aumento promedio del precio de los combustibles y de algunos alimentos y productos médicos. El IPCX cayó 0,2% en el mes, al mismo tiempo que el IPCX1 aumentó 0,2%. El efecto de la locomoción colectiva incluido en el primero y no en el segundo explica la diferencia. Con esto, el incremento del IPC en doce meses llegó a 3,6%, mientras que el del IPCX llegó a 2,7% y el del IPCX1 a 2,8%.
- El resultado del IPCX1 en junio estuvo afectado por el incremento que anotaron los productos médicos y lácteos. En el primer caso, más allá del traspaso cambiario que se le asocia, tuvo un aumento ligado a un producto en particular, por lo cual no se anticipa una persistencia de este comportamiento. Respecto de los productos lácteos, factores de oferta asociados a la menor producción de leche han inducido un importante aumento del precio de producción desde fines de 2002 (entre 15% y 20% de acuerdo con las proyecciones a junio). Ello ha implicado un aumento de 11% en el precio al consumidor en similar lapso, del cual la mitad se concentró en junio. La posibilidad de un incremento adicional en el precio al consumidor de la leche, así como el efecto en sus subproductos, implica un aumento de la inflación del IPCX1 estimada para el tercer trimestre en alrededor de 0,1 puntos porcentuales. Estos mismos elementos explican la evolución disímil de las medidas alternativas de inflación subyacente como la mediana, las medias podadas y el IPCX2.

- Por el lado de los salarios, durante mayo la variación anual de las remuneraciones nominales continuó descendiendo. Así, el Índice de Remuneraciones por Hora y del Índice del Costo de Mano de Obra crecieron 3,7% y 3,6%, respectivamente. Lo anterior muestra que el crecimiento de los salarios nominales se ha ubicado algo por debajo de lo que se deduciría del desfase habitual con la inflación por las cláusulas de indización.
- A pesar del comportamiento de los salarios, el bajo crecimiento de la productividad total, en especial en el sector industrial, provocó un aumento de los costos laborales unitarios. El incremento fue especialmente visible en el sector industrial, debido al impacto que tuvo el mayor empleo sobre la productividad. Parte importante de este incremento, no obstante, está asociado al empleo de tipo informal, por lo que su impacto sobre los costos laborales efectivos puede ser más acotado.
- Las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial entre tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran un aumento respecto de la anterior reunión. Es así como para ambos plazos la inflación esperada está en niveles de 3% para comienzos de este mes. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 3,1% para un año plazo y de 3,0% a dos años. Esta misma fuente mostró un leve incremento de la inflación esperada a diciembre de este año. A su vez, la encuesta a las mesas de dinero arrojó un incremento de 15 puntos base en la inflación esperada a un año respecto de la reunión pasada (2,7%), manteniéndose estable a 24 meses en 2,8%. Este movimiento de las expectativas de inflación a un año, estaría asociado al impacto previsible del alza del IVA y, en menor medida, a la trayectoria del precio del petróleo.

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 Estudios.

- Respecto de las proyecciones de actividad mundial, uno de los participantes señala que las proyecciones suponen un crecimiento importante, con un repunte fuerte a fines del tercer trimestre de este año. Sin embargo, estando ya en julio cabe preguntarse si es que hay evidencia que fundamente el supuesto crecimiento rápido a partir del tercer trimestre, particularmente en Estados Unidos. Sobre ese particular, se manifiesta que en la actualidad existen indicadores del componente de la demanda que apuntan en esa dirección, especialmente por el lado del consumo personal, como los índices de confianza del consumidor. Se indica también que hay buenos indicadores por el lado de la inversión residencial en Estados Unidos, sin embargo subsisten algunas dudas, en particular, en lo que dice relación con los inventarios. En relación con Asia, las expectativas de los bancos de inversión están asociadas a un segundo semestre también con una fuerte recuperación en términos de actividad.
- En conclusión se señala que hay indicadores que validan la idea de un repunte de la economía de Estados Unidos a partir del tercer trimestre, pero todavía hay un riesgo más bien a la baja en el sentido que no se sabe si todavía ese repunte va a ser suficiente y si en particular, en el caso de inventarios, va a ser significativo. Es decir, se puede argumentar que el riesgo está más bien por el lado del momento en que esto ocurrirá, pues recientemente se han revisado al alza las proyecciones para el año 2004 y se cree que con todo el estímulo fiscal, la economía va a repuntar prontamente. Sin embargo, lo avanzado que está el año 2003 valida la posibilidad de un riesgo mayor respecto del trimestre en que partirá la tan esperada recuperación.

OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Mientras la inflación y sus perspectivas seguían dentro de

los márgenes previstos, algunos de los datos más recientes sobre la marcha de la economía en abril fueron más débiles que lo esperado, especialmente en el mercado laboral y en el sector industrial. Esto último se consideró como un fenómeno probablemente puntual, aunque persistían dudas respecto de la evolución futura del crecimiento mundial.

2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de junio fue una décima superior a lo esperado. Como se comenta en la minuta preparada para esta reunión, la noticia más relevante para la inflación de la segunda mitad del año es el aumento del IVA, el que en principio sólo generaría un cambio por una sola vez sobre el nivel de precios. Con todo, la inflación a fines de año estará por sobre lo previsto en el *Informe* de mayo, tanto por el efecto del IVA como por una evolución de la inflación subyacente ligeramente mayor a la esperada.
 - Los costos laborales unitarios medidos (aunque no necesariamente los efectivos) están aumentando algo más rápido que lo previsto a pesar de la desaceleración que muestran los salarios.
 - Desde la última reunión, los tipos de cambio nominal y real han mostrado una pequeña apreciación.
 - Por el lado real, la última información del mercado del trabajo revirtió el panorama de desaceleración que se verificó el mes anterior. Sin embargo, los indicadores de actividad de mayo han seguido mostrando un panorama menos dinámico que el esperado, especialmente en el sector industrial. Aunque aún se estima que estas señales de debilidad son insuficientes para modificar el panorama futuro descrito en el *Informe* de mayo, los riesgos para la actividad doméstica se encuentran sesgados al lado negativo.
 - Luego de la rebaja de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, los indicadores financieros señalan que, en el margen, han disminuido los riesgos de que se siga postergando el esperado aumento en el crecimiento global, particularmente en Estados Unidos.
3. A la luz de estas noticias y del conjunto de antecedentes revisados en la minuta de política monetaria preparada para esta reunión, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son las mismas de las tres reuniones previas: **mantener** la tasa de interés en su nivel actual o **augmentarla**, posiblemente en un monto acotado, por ejemplo 25 puntos base.
4. En esta oportunidad, y a diferencia de las últimas reuniones, no es sencillo argumentar que se debe descartar un recorte de la tasa de política monetaria como una opción relevante. De hecho, las noticias del sector real muestran precisamente que hay riesgos de que la economía no siga en la fase de mayor crecimiento que se describió en el último *Informe* y, por lo tanto, no disminuya la brecha de capacidad con la intensidad esperada, ni se produzcan las mayores presiones de inflación implícitas. A modo de ejemplo, los sectores distintos a recursos naturales pasaron de crecer cerca de 4% anual en el bimestre febrero-marzo a tasas algo mayores a 2% en el segundo trimestre, con caídas en el nivel de actividad con respecto al trimestre anterior en sectores importantes como industria, comercio y construcción. Sin embargo, como un escenario de desaceleración que se prolongue en el segundo semestre es todavía sólo un riesgo, no se considera que se hayan acumulado antecedentes para reducir las proyecciones de inflación para el próximo año, antecedente que sería clave para plantear una opción de reducción de tasas hoy. Además, considerando que, al igual que lo contenido en el último *Informe*, la trayectoria esperada para la inflación del IPCX1 se encuentra en la mitad superior del rango meta, es difícil argumentar que exista espacio para una rebaja de tasas de interés que actúe como un "seguro" contra el escenario de riesgo descrito. Por último, cabe destacar que mantener las tasas en su nivel actual por un período más

prolongado implica aumentar el impulso monetario respecto a lo anticipado hace algunos trimestres.

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

Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que en esta ocasión el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés.

A continuación los participantes de la reunión manifiestan sus comentarios respecto de las opciones planteadas por la División Estudios:

- Uno de los participantes consulta respecto de la lentitud de la velocidad de crecimiento de la economía chilena, en circunstancias que el escenario internacional no ha sufrido importantes cambios respecto de lo anticipado en mayo (solo un retardo en la recuperación de Estados Unidos), las condiciones financieras internacionales son mejores y la demanda interna no presenta grandes modificaciones. Al respecto se indica que, por un lado, hay un crecimiento de la demanda algo más lento de lo que se esperaba, pero al mismo tiempo se está viendo una aceleración de la inflación más allá de factores puntuales. El punto que podría conectar ambos elementos es que a la vez se está viendo un crecimiento de la productividad más bajo de lo previsto y eso explica que los costos de mano de obra sean más altos, junto con un crecimiento del empleo que no se refleja tan rápido en crecimiento de la producción.
- El lento crecimiento de la productividad podría deberse a los bajos niveles de inversión — expansión de capacidad a nivel de las empresas— a través de este ciclo. Una hipótesis que podría cuadrar estos factores es que en las proyecciones del PIB potencial o de brecha estén desalineadas.

- En relación con el tema del tamaño efectivo de las brechas y los errores de medición asociados, se señala que es un tema que se ha reconocido como escenario de riesgo en los últimos dos Informes de Política Monetaria. Una manera de explicar una aceleración de la inflación en el escenario actual es evaluar si existe una brecha efectiva menor. En particular, se indica que es fácil sobreestimar brechas y que pasado un tiempo es posible que el PIB potencial medido sea más bajo. Contra eso, en todo caso, si el PIB potencial está creciendo menos, probablemente las tasas neutrales sean algo más reducidas que lo que se esperaba, aunque esto no alcanza a compensar el *shock* inflacionario que significaría una menor brecha para las proyecciones.
- Adicionalmente se considera como un factor importante la debilidad que presentó el sector industrial en el segundo trimestre del presente año, especialmente en los sectores transables por competencia fuerte de otros países o por una mayor debilidad de sectores que empujaron la actividad industrial durante el primer trimestre. De esta manera, la postergación de la recuperación del escenario de crecimiento mundial está afectando a la actividad interna en la actualidad, lo cual no está necesariamente relacionado con lo que está ocurriendo con empleo y con consumo. Se argumenta que si el gasto interno es similar, y lo que se está observando es algo de menor crecimiento, el ajuste lo está haciendo la cuenta corriente, por lo que hay que observar con mayor cautela lo que está sucediendo con la actividad industrial asociada a los sectores transables. Además se considera que dentro del gasto interno puede haber componentes que están avanzando a una velocidad levemente distinta a la esperada, como pueden ser los inventarios u otros componentes de la inversión. Al respecto se argumenta que un canal de transmisión importante tiene que ver con la competencia que enfrenta el sector industrial, lo que sería coherente con que el tipo de cambio real en la actualidad esté en niveles sumamente elevados.
- Un participante hace notar que las proyecciones de crecimiento mundial no cambian; tampoco las proyecciones del precio del cobre; las condiciones financieras, si bien son mejores, no se ve que se hayan reflejado significativamente en términos de flujos de capitales e incluso, no es claro que por ese efecto se tenga una situación de tipo de cambio tan diferente. Lo que queda al final de todo esto es que una diferencia principal es el aumento de las proyecciones del precio del petróleo, el cual está en la actualidad más alto que algunos meses atrás. Ese es el cambio más sustancial respecto del escenario global. Se indica que los otros elementos tienden, de alguna manera, más bien a consolidarse o a tener un efecto menor en la economía chilena.
- Lo anterior se resume en que todavía existe incertidumbre con respecto de la desaceleración que ha mostrado la economía nacional recientemente. Los antecedentes que se han recogido para la reunión de hoy conducen a un debilitamiento adicional, pues en el margen las noticias de actividad han estado en el lado negativo ya por dos meses consecutivos. Esto ha quedado en evidencia en el enfriamiento de los índices de confianza de los consumidores recientemente visto, siendo la única noticia sistemáticamente positiva, el aumento sostenido del empleo.
- Otro participante considera que la recuperación de Estados Unidos se ve más clara que hace un mes atrás. Lo que ha cambiado el último mes es que ya no se registran bajas adicionales en los indicadores, pareciendo que la economía va a responder prontamente. A ello se adiciona la futura baja de impuestos a los consumidores de Estados Unidos, lo cual da más seguridad de que la recuperación va a partir pronto. Incluso las proyecciones para el próximo año se han revisado al alza marginalmente. Sin embargo, las economías asiáticas comienzan a mostrar algunos síntomas de debilidad y Europa sigue manteniendo un crecimiento bajo.
- Se indica que todo lo anterior llevaría a concluir que aunque aún se está dentro del escenario central del *Informe* de mayo, se han ido consolidando noticias negativas que podrían provocar una desviación hacia abajo en materia de crecimiento del PIB, con las consecuentes menores presiones inflacionarias. En el ámbito inflacionario, salvo por el

impacto puntual que el aumento del IVA tenga sobre la inflación hacia fines de año, la inflación sigue bien afianzada en torno del rango meta en el horizonte de proyección. De hecho, las expectativas medidas por la encuesta del Banco Central, reflejan que éstas se mantienen alineadas con el centro del rango meta tanto en el corto como en el mediano plazo, y en general no se esperan cambios en la tasa de política monetaria hasta diciembre de este año. Se destaca que bajo el actual esquema de política monetaria, donde el objetivo central de la política monetaria es la estabilidad de precios, los efectos del incremento del IVA sobre la inflación solo debieran afectar el nivel de precios y, a través de éste, la inflación medida a diciembre de este año, sin efectos permanentes en la inflación de mediano plazo.

- En consecuencia, se considera que las razones que se tuvo para mantener la tasa de política monetaria el mes pasado son aún válidas, confirmándose la idea que se debería mantener una posición neutral respecto de los posibles sesgos. Más aún, aunque no se cree que haya razones para bajar la tasa de interés, se estima que es relevante considerarla como una opción válida a analizar en la reunión de hoy, y en la práctica se cree que eso ha ocurrido con las opciones de política monetaria presentadas por la División Estudios, donde, aunque se descarta, se discute.
- En el plano monetario, si bien se ha insistido en que la expansión del dinero es la principal razón para aumentar la tasa de política monetaria, aún cuando se debe reconocer que la inflación está ligada a un fenómeno monetario, todos los antecedentes que se disponen no muestran que esto sea concordante con aumento de las presiones inflacionarias. En conclusión, se considera que las razones que se dieron el mes pasado para mantener la tasa de interés de política monetaria, en la actual coyuntura son aún más válidas.

ACUERDO

El Consejo, por la unanimidad de sus cuatro miembros presentes, 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.