

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 49 celebrada el 10 de junio de 2003

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Vittorio Corbo Lioi
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
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);
Jorge Pérez Etchegaray (Gerente de División Política Financiera Subrogante);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

b) Asiste también el Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

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 junio de 2003.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA: La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de junio de 2003:

SÍNTESIS DEL MES

- En términos globales, la marcha de la economía continúa en línea con lo esperado en el *Informe* de mayo, aunque con un poco menos de dinamismo por el lado de la actividad y el gasto y con tendencias de inflación subyacente algo más acotadas. Por un lado, la

actividad industrial, la producción minera y el empleo durante abril mostraron una desaceleración, luego de varios meses de mostrar ritmos relevantes de crecimiento. Por otro, la información de precios de mayo mostró que el repunte de la inflación del IPCX1 durante abril fue efectivamente en parte transitorio, lo que se tradujo en tasas de inflación anual del IPC y del IPCX menores a las de meses anteriores. Por su parte, los mercados financieros locales se han comportado de forma mixta. Aunque la Bolsa ha tenido un desempeño sobresaliente, el tipo de cambio real se mantiene más depreciado que durante el mes pasado y las tasas de los bonos de largo plazo revirtieron su tendencia al alza. Esto en parte se debe a un entorno externo donde persisten señales ambiguas respecto del ritmo de crecimiento de la economía global. Aunque los mercados accionarios internacionales se han comportado de forma bastante dinámica, los bonos de largo plazo reflejan un panorama de débiles presiones inflacionarias, incierto crecimiento y expectativas de relajamientos adicionales en la política monetaria de las principales economías.

- La fuente de mayor incertidumbre respecto al ritmo de crecimiento mundial continúa radicada en la economía de los Estados Unidos. Aunque luego del fin de la guerra se ha producido una recuperación de los indicadores de confianza de los consumidores, el crecimiento industrial y particularmente el desempeño del mercado laboral todavía muestran relativa debilidad. Asimismo, a pesar de que el mercado bursátil sigue mostrando buenos resultados, las tasas de interés de largo plazo reflejan expectativas de reducciones adicionales en la tasa de fondos federales. En la zona euro, el debilitamiento de la actividad en las principales economías, junto con las reducidas presiones inflacionarias, la evolución del tipo de cambio y la modificación de la meta de inflación del Banco Central Europeo hacían previsible el recorte reciente de tasas. En Asia, en tanto, el efecto económico del SARS parece ser de carácter menor. El precio del cobre ha continuado fortaleciéndose, mientras que el precio del petróleo ha tendido a persistir en niveles algo superiores a los esperados hace un mes.
- En Chile, los mercados financieros también han seguido los vaivenes de los mercados externos. Los precios de los activos bursátiles han continuado con una tendencia al alza, pero la tasa de interés del BCU-5, luego de una incipiente tendencia al alza, ha vuelto a ubicarse por debajo de 2,8%. El tipo de cambio ha conservado cierta correlación con los desarrollos de la región, manteniéndose en niveles similares a los observados a principios de año. En particular, la apreciación bilateral con respecto al dólar de Estados Unidos se ha visto prácticamente compensada con una depreciación sustancial del peso relativo al euro. Por ahora, no se aprecia la posibilidad de una mejoría adicional en el corto plazo de las condiciones financieras de la región.
- Adicionalmente, el ritmo de crecimiento interno mostró una cierta desaceleración a principios del segundo trimestre. Al débil ritmo de crecimiento de la producción y las ventas industriales, se añadió el menor dinamismo del mercado inmobiliario, una menor creación de empleos en el margen y un crecimiento más acotado de la minería. Por el momento, en todo caso, estos factores parecen ser un fenómeno puntual de debilidad en la actividad, dado el nivel que alcanzaron las importaciones y exportaciones en mayo y proyecciones preliminares para junio, así como el repunte de los permisos de edificación y las sostenidas buenas condiciones en el mercado del crédito. Respecto a este último punto, se aprecia que las tasas de interés de mercado se mantienen estables, aunque algo por sobre los promedios de fines del año pasado, mientras que las colocaciones, en particular las de consumo e hipotecarias, siguen mostrando tasas de crecimiento en el margen positivas, sin marcar aún el inicio de un cambio de tendencia a una mayor moderación.
- Por el lado de la política fiscal, aunque se apreció una mejoría en las cuentas del Gobierno durante el primer trimestre de este año, ello se debió básicamente a una normalización de los patrones estacionales que afectan la inversión pública. De hecho, se espera que en el curso de éste y los próximos trimestres las cuentas fiscales comiencen a mostrar déficits mayores. Gracias al paquete impositivo anunciado recientemente, no se espera una desviación considerable del objetivo de superávit estructural de 1%. Para el caso del año 2004, será clave la discusión presupuestaria, pero se supone que se preservará la regla de superávit estructural.

- Con relación a las presiones inflacionarias, la inflación del IPC en mayo estuvo dentro de los márgenes previstos, pero por el comportamiento de los combustibles se esperan tasas algo menos negativas a las anticipadas el mes pasado para junio y julio. Esto se apoya en que, aparentemente, la aceleración de la inflación mensual del IPCX1 y del IPCX2 en abril fue un fenómeno puntual, debido a que la mediana de la distribución de precios no ha sufrido una aceleración comparable y se mantiene en cifras similares a las de años anteriores. Ello es consistente con la estabilización o caída de las medidas de márgenes operacionales de las FECU y con proyecciones de corto plazo por métodos estadísticos. Así, en el escenario más probable, la inflación anual tendería a 2%, o incluso por debajo de este valor, a principios del cuarto trimestre de este año. El panorama de mediano plazo, por su parte, sigue estando marcado por tendencias de mayores presiones de costos, tanto laborales como importadas. Los costos laborales unitarios siguen en una senda de aceleración moderada, mientras que la mayor inflación importada se ha materializado sin ser contrapesada por ahora con una tendencia a la apreciación nominal del peso. Por su parte, el cambio en el escenario del precio del petróleo incide de forma marginal en la trayectoria de mediano plazo de la inflación.
- Por el lado de las expectativas privadas, el aspecto más notorio es la reducción de la inflación esperada por los analistas para diciembre de este año, la que sufrió una reducción relevante pasando de 3,3% - 3,4% entre marzo y mayo hasta 3,1% en junio. De forma consistente con esto, se aprecia una postergación en las expectativas de inicio de un ciclo de alzas en la tasa de política monetaria, el que se espera ocurra dentro de los próximos seis meses, y con un aplanamiento de la curva hacia adelante. No hay cambios apreciables en el panorama de crecimiento esperado, el que sigue siendo similar al del Informe de Política Monetaria. Las expectativas que se deducen de los mercados financieros muestran inflación esperada estable en torno a 2,5% anual y una trayectoria creciente de la tasa de política monetaria más intensa que la que se deduce de la encuesta, ambos aspectos en todo caso similares a los observados el mes pasado.

I. Escenario internacional

- Las perspectivas para la economía mundial se han ido consolidando en torno a la dinámica que se previó en el *Informe* de mayo, con proyecciones de crecimiento mundial que se han mantenido o reducido marginalmente. Así, para el segundo semestre de 2003 las proyecciones suponen que el mundo retomará un ritmo de crecimiento más dinámico, liderado por Estados Unidos. Contribuyen a esto las políticas monetarias expansivas que se están aplicando en la mayor parte del mundo, la política fiscal agresiva de Estados Unidos, la paulatina desaparición de la incertidumbre asociada al conflicto bélico en Medio Oriente, así como la mejora en el desempeño de los mercados accionarios.
- Aunque los riesgos del escenario base de mayo subsisten, aparecen algo más moderados que los previstos hace un mes. En Estados Unidos preocupa la fragilidad que aún muestran algunos indicadores, la debilidad del sector industrial y del mercado laboral. Otros riesgos, son la posibilidad de un ajuste abrupto en el precio de las propiedades y en el valor del dólar, esto último se ha reducido en línea con la gradualidad de este proceso, permitiendo cerrar brechas de desequilibrios macro en forma menos traumática. También el impacto económico sobre Asia del SARS hoy parece menor. Por último, la posibilidad de un incremento relevante de los flujos de capitales hacia economías emergentes se ve menor, en línea con el descenso que han mostrado en las últimas semanas los indicadores de apetito por riesgo.
- Acorde con la mencionada evolución de los mercados internacionales, el precio del cobre mantiene una trayectoria al alza oscilando en niveles de US\$0,74 y US\$0,77 la libra. En la medida que los indicadores muestren de manera más contundente el esperado inicio de la recuperación de la actividad mundial, el precio de este *commodity* debiera continuar con esta trayectoria de alza gradual. Esto se ve reforzado con el descenso en los inventarios de cobre (13% respecto de diciembre pasado) fundamentalmente explicado por la mayor demanda de China y Corea y por las expectativas de la recuperación mundial. De este modo, se mantienen las proyecciones de US\$0,76 y US\$0,82 la libra para 2003 y 2004, respectivamente.

- Desde la reunión pasada el precio del petróleo ha registrado movimientos al alza, situándose algo por sobre US\$26 el barril. Este incremento responde tanto a los ataques terroristas perpetrados en el Medio Oriente, como al retorno de las cuotas de producción de la OPEP a partir de junio, y a la lenta recuperación de la producción de petróleo iraquí, que en la actualidad solo satisface el consumo interno. Debido a lo anterior, en los cinco primeros meses del año el promedio del barril se sitúa en US\$29, con contratos futuros que arrojan precios algo superiores a los del *Informe* pasado. Específicamente, se espera que en diciembre el barril de petróleo se transará en torno a US\$25, lo que significa que la convergencia hacia los US\$23 por barril se vea postergada hacia 2004. Ello determina un aumento en US\$1 en el rango esperado para el precio del crudo en 2003, el que se ubicaría entre US\$26 y US\$27 el barril. Hacia 2004 se espera registre niveles algo por sobre US\$23 el barril.
- Los mercados financieros desarrollados, en particular de Estados Unidos, han entregado información disímil. Mientras la actividad bursátil muestra un buen desempeño, el rendimiento del bono a diez años y la paridad del dólar frente a las principales monedas han alcanzado niveles aún más bajos a los prevalecientes en los meses de mayor incertidumbre durante este año. El bono llegó a estar cerca de cuarenta puntos base por debajo del nivel que alcanzó al momento de la reunión pasada, lo que se atribuye, en parte, a la preocupación por la dinámica de los precios en Estados Unidos. Por su parte, el euro se ha seguido fortaleciendo fuertemente en las últimas semanas, llegando a cotizarse cerca de los 1,19 dólares.
- Respecto de las tasas de política, la mayoría del mercado espera una baja en la próxima reunión de la Reserva Federal (el 25 de junio). Sin embargo, esta decisión dependerá de los indicadores de actividad que se conozcan hasta ese entonces, los cuales debieran estar más limpios de la incertidumbre de la guerra. En este sentido, la leve mejoría que ya han presentado la confianza del consumidor y el NAPM, tanto del sector industrial como del sector servicios, podrían disuadir a la Reserva Federal de anunciar un recorte adicional de la tasa de política. Una segunda discusión es la posibilidad de adoptar medidas menos convencionales, como la recompra de bonos de largo plazo. Respecto del Banco Central Europeo, recientemente se produjo una reducción de 50 puntos base de la tasa de política, rebaja esperada por el mercado, la cual se sustentó en una inflación efectiva bajo el 2% y las perspectivas de valores aún menores en el futuro, gracias a la deprimida actividad de la zona en su conjunto y la apreciación del euro durante el presente año.
- Los mercados emergentes en general, y América Latina en particular, mostraron en mayo una evolución positiva. Se observó una menor volatilidad de los indicadores financieros, monedas apreciándose y *spreads* soberanos a la baja. Todo esto en línea con las mejores perspectivas que en la actualidad muestran algunas economías de la región, en especial Argentina y Brasil. Esto ha sido validado recientemente cuando *Fitch* mejoró el *outlook* de la deuda brasileña, desde estable a positivo.
- Respecto de los flujos de capitales a economías emergentes, para el año 2003 se mantiene un panorama más favorable que en 2002, aunque con un grado de mayor cautela. Ello, considerando el descenso que han registrado en las últimas semanas los indicadores de apetito por riesgo, así como las recientes proyecciones del *Institute of International Finance*. Estos indicadores, si bien mejoran el balance de riesgos con respecto a lo considerado en enero pasado, están en la actualidad sólo “balanceados”. El hecho de que las economías emergentes compitan en la recepción de flujos de capitales con los *high yielders* de las economías desarrolladas, implica que, aún en un escenario de aumento del apetito por riesgo, es poco probable un cambio drástico en los flujos de capitales respecto de lo considerado en el escenario base del *Informe* de mayo.

II. Mercados financieros

- Las tasas de los BCU mostraron hasta mediados de mayo una tendencia al alza, sustentada en expectativas más optimistas respecto de la economía y en la variación negativa de la inflación. No obstante, noticias sobre el Imacec de marzo y la actividad en abril desalentaron al mercado, provocando disminuciones de estas tasas de interés.

Además, la fuerte baja de las tasas de los bonos del tesoro americano en su nivel más bajo de los últimos 45 años, también cooperó en esta tendencia. Con todo, en la actualidad las tasas de los bonos de largo plazo están en niveles similares al promedio de abril: 2,7% el BCU-5; 3,75% el BCU-10; y 4,8% el BCU-20.

- Las tasas de los documentos nominales de corto plazo (PDBC), se mantuvieron durante gran parte del mes en niveles por debajo de la tasa de política monetaria. Mientras, las tasas de los bonos nominales de mediano plazo (BCP) han permanecido estables en torno a 4% y 5,6%, a dos y cinco años plazo, respectivamente. Ello, pese a la alta volatilidad de las expectativas de inflación dada la evolución internacional del precio del petróleo y del tipo de cambio recientemente.
- De acuerdo con la curva *forward* el mercado esperaba un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base durante el tercer trimestre y de 50 puntos más a fines de 2003. En contraste, la encuesta de expectativas de junio indica que a diciembre de este año la tasa de política monetaria estará 25 puntos base por sobre su nivel actual.
- Los instrumentos de renta fija privados exhiben comportamientos diferentes en sus tasas de interés, siendo las tasas de las letras de crédito las que han mostrado una mayor correlación con la de los BCU. En efecto, la TIR media de los bonos corporativos se sitúa en 5,5%, el menor nivel desde fines del año 2002. Las TIR media de las letras de crédito, en tanto, muestran un alza de más de 35 puntos base respecto del mínimo registrado los meses anteriores (5%). En las letras con tasa de emisión entre 4% y 6%, se produjo el mayor aumento (40 puntos base) con un promedio de 5,3%. Para las emisiones con tasas superiores a 6% el aumento fue de 15 puntos base, con una tasa que alcanza hasta 6,15%.
- Respecto de las tasas de interés de mercado, se observó durante mayo un aumento generalizado tanto en las captaciones como en las colocaciones (en las tasas en pesos se registraron aumentos de entre 30 y 70 puntos base, respectivamente). De la información por agente, se observó un mayor encarecimiento en los créditos de consumo (uno a tres años).
- Los agregados monetarios de corto plazo presentaron en mayo una normalización de niveles, luego del inusual incremento de marzo (variaciones en doce meses de 10% para el circulante y 22% para el M1A). Es probable que estos niveles continúen disminuyendo en los meses siguientes en la medida que siga disipándose el efecto Corfo-Inverlink. El comportamiento de los agregados más amplios ha evidenciado una mayor preferencia por activos de renta fija, documentos del Banco Central de Chile y letras de crédito en contra de depósitos a plazo. En las AFP, por su parte, se distingue una mayor demanda por acciones y bonos (nacionales y extranjeros), tendencia que podría continuar debido a: 1) la importante recuperación de la Bolsa durante este año, la que estimularía el traspaso de los recursos de los cotizantes hacia los fondos de renta variable (A y B); y 2) el reciente aumento de los límites de inversión de las AFP en el extranjero.
- Las colocaciones totales en moneda nacional registraron en mayo la mayor variación mensual (1,7%) desde diciembre de 2000, consolidando de esta manera el dinamismo de los meses previos. En términos desagregados, persiste la positiva evolución de los créditos a personas, con tasas de crecimiento anual del orden de 17% y 13% para los préstamos de consumo y vivienda, respectivamente.

Tipo de cambio

- En la primera quincena de mayo, el peso continuó con la apreciación de los meses anteriores (estuvo bajo los \$695 por dólar). Dicha tendencia —similar a la del real brasileño y del peso argentino— fue influenciada por la caída del precio internacional del petróleo, los mejores indicadores de riesgo de la región y mayores expectativas sobre el crecimiento interno. Sin embargo, hacia la segunda quincena, el peso comenzó a depreciarse, ubicándose en torno a \$710-\$720 por dólar. Este aumento del tipo de cambio se ha producido a pesar de los elevados niveles del precio del cobre, y está relacionado, en parte, con la trayectoria del real y del peso mexicano en lo más reciente.

- Los precios de los contratos futuros y cotizaciones *Bloomberg* señalan para los próximos tres meses una estabilidad del peso en los niveles actuales y una depreciación del orden de 1% hacia fines de año. La encuesta de junio, por su parte, indica un tipo de cambio en niveles de \$710 por dólar para los próximos dos años. Estimaciones a mayo del tipo de cambio real (TCR) acumulan en el año una depreciación del orden de 8%, destacando la pérdida de valor del peso respecto de las monedas de Brasil y Argentina. El TCR-5, por su parte, presenta una depreciación cercana a 7%, donde la moneda de mayor movimiento ha sido el euro, divisa con la cual la depreciación real bilateral es del orden de 14% durante el año.
- El diferencial real de tasas de interés interna y externa se mantuvo estable durante mayo, indicando así que se mantienen expectativas de apreciación real menores que las anticipadas un tiempo atrás. En tanto, el diferencial nominal —obtenido entre el BCP-5 y el bono soberano que vence en 2009— señala expectativas de depreciación nominal mayores que las esperadas hace algunas meses, para el mediano plazo.

Bolsas

- La actividad bursátil internacional durante mayo continuó con el dinamismo iniciado el mes anterior. El *Dow Jones* y *Nasdaq* crecieron en mayo 3,7% y 9%, respectivamente. Este crecimiento se transmitió también a los ADR latino y de Chile que aumentaron 3% en el mes. En línea con la trayectoria de los mercados mundiales, el IPSA e IGPA medidos en dólares crecieron durante el mes 5% y 3,5%, respectivamente. El promedio de los montos diarios transados continuó con el ritmo observado los últimos días de abril, promediando en mayo alrededor de 27 mil millones de pesos, más de diez mil millones de pesos que en abril, lo que representó un crecimiento en doce meses del 100% y el mayor monto negociado desde diciembre del 2000.
- Algunos factores que pueden estar detrás del favorable desempeño de las bolsas locales son la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos y la ampliación de los límites de inversión de las AFP en el exterior. Sin embargo, al igual que en los mercados desarrollados, la tendencia al alza de los índices bursátiles y la reducción de las tasas de interés de largo plazo conforman un cuadro macroeconómico algo ambivalente respecto del ritmo de crecimiento esperado de la actividad.

III. Actividad y empleo

- La evolución reciente de los indicadores de actividad ha implicado una revisión a la baja en el crecimiento estimado para el Imacec de abril, el que pasó desde una estimación superior a 3% a 2,7% en la actualidad. Un dinamismo menor al esperado de la producción minera y de la actividad industrial explica este resultado. A nivel del segundo trimestre, la corrección a la baja fue bastante menor —alrededor de 0,1 punto porcentual— manteniéndose el crecimiento del PIB algo por sobre el 3%, con una expansión trimestre/trimestre del orden de 2,5%.
- El bajo crecimiento en abril de la industria, (0,6% en doce meses) primordialmente respondió a factores de tipo coyuntural. En efecto, el sector productivo del azúcar —que pese a ponderar 2% dentro de la industria nacional— registró una baja de 88% en su producción. Esto se debió a que en abril pararon tres de sus plantas productivas (75% del total) por mantención y optimización, situación que no se espera se repita con esta magnitud en los meses venideros.
- Para la demanda interna, las estimaciones continúan con un incremento anual del orden de 4% en el segundo trimestre, impulsado principalmente por las importaciones de bienes y servicios. Con esto se mantiene un crecimiento en tendencia de la misma, con un incremento trimestre/trimestre de 4,0%.

Demanda interna

- Los indicadores de consumo de abril señalaron un panorama menos alentador en relación con los meses pasados, pues la mayoría mostró caídas en términos de tendencia, aunque

manteniendo niveles elevados. Los indicadores de consumo habitual, pese a las deficiencias de sus mediciones, indican un leve repunte en las ventas de supermercados. El indicador de ventas del sector del Instituto Nacional de Estadísticas sigue aumentando, aunque a menor velocidad, en tanto que el de la Asach luego de una brusca caída previa, muestra una leve recuperación en abril.

- El consumo durable, en tanto, mostró una tendencia decreciente más marcada. Por un lado, las ventas de automóviles sufrieron una incipiente reversión, aunque con niveles por sobre los de mediados de 2002. Al mismo tiempo, las ventas de bienes durables informadas por la CNC también tuvieron una caída marginal en abril. Noticias algo más alentadoras se aprecian en la información de importaciones de bienes de consumo durable para abril, las que se expandieron 18% en doce meses (valor), tras caer en marzo algo más de 7%.
- Las medidas indirectas de inventarios han seguido una trayectoria de mayor acumulación los últimos meses, lo que se refleja en la relación entre producción y ventas industriales, la que se mantiene creciente desde enero a la fecha. Las importaciones de bienes de consumo, luego de una caída en términos reales durante marzo, han mantenido un nivel relativamente estable entre abril y mayo, con precios que no muestran cambios de relevancia. Con ello, el nivel real de las internaciones de bienes de consumo se ubica por sobre los de 2002. Información de la FECU indica que el primer trimestre de 2003, el global de las empresas consideradas incluyendo las del sector industrial, tuvieron un incremento en sus inventarios, en línea con la información previamente señalada.
- Las expectativas de los agentes, a diferencia de los datos marginales del consumo, han continuado mejorando respecto de fines del primer trimestre. El índice ADIMARK de mayo retornó a los niveles de comienzos de año, previo al episodio Corfo-Inverlink y a la incertidumbre de la guerra. Cualitativamente se siguió observando un repunte importante en la percepción actual de la situación económica que aumentó seis puntos entre marzo y abril.
- Los indicadores de inversión continúan mostrando en el margen un mayor dinamismo. Por el lado del componente de maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital habrían tenido un nuevo incremento (4,8% real en doce meses) en mayo (con datos a la tercera semana). A su vez, las ventas industriales de bienes de capital mostraron una recuperación en tendencia, validando una trayectoria creciente desde comienzos de 2003.
- En el sector inmobiliario, la información de permisos de edificación de abril mostró un aumento en tendencia. Esto fue especialmente visible en el sector habitacional, indicando mejores perspectivas para la actividad y el empleo del sector construcción en los meses venideros. Respecto del comportamiento de las ventas de casas y departamentos, en abril se conjugaron menores ventas (-14,6%) con *stocks* constantes (-0,1% en doce meses), lo que significó un aumento en el número de meses necesarios para agotar *stocks*, los que pasan de 13,4 en marzo a 16 en abril. Aunque este proceso es común después de un período expansivo, como el observado en la segunda mitad del año anterior, la desaceleración actual ha sido más suave que las de ciclos anteriores.

Política Fiscal

- Durante el primer trimestre de 2003, las cuentas fiscales fueron menos expansivas que durante el año 2002. El balance contable global fue de -0,3% del PIB acumulado en doce meses, menor al observado durante el mismo período de 2002 (-0,5% del PIB).
- Este déficit fue el resultado tanto del crecimiento real anual de los ingresos totales —en especial los tributarios— como de la caída real anual de los gastos totales, fenómeno no observado desde 1990. El positivo comportamiento de los ingresos se debió a la trayectoria de los de operación (14,6% real anual) y de la recaudación tributaria (4,8%), los que compensaron los menores ingresos del cobre. El gasto total, en términos reales, registró una caída de 2,8% respecto de igual período del 2002. El gasto con efecto macroeconómico se redujo 5,8% en el mismo lapso. El comportamiento del gasto total fue explicado, principalmente, por la moderación de los gastos corrientes (en especial aquellos

sin intereses de deuda) y por la importante reducción de los gastos de capital. La inversión pública mostró una fuerte caída de 30% real en el primer trimestre respecto de igual período del año 2002.

- Para los siguientes trimestres, se espera un resultado global más negativo por: a) normalización del patrón estacional de la inversión pública; y b) menores ingresos debido a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con Europa y menores transferencias de Codelco. Esto último debido a que, de acuerdo al Ministerio de Hacienda, existe una diferencia entre los costos unitarios y los niveles de ventas.
- El recientemente anunciado paquete de medidas impositivas implicará una inyección de recursos adicionales en el curso de este año, que permitirá que el superávit estructural no se desvíe sustancialmente de la meta de 1%. Para el próximo año, en tanto, es clave la discusión presupuestaria, pero se mantiene como supuesto metodológico que se cumple esta meta de superávit estructural.

Sector externo

- Las perspectivas para las exportaciones y las importaciones en el segundo trimestre de 2003 se mantienen sin cambios respecto de lo incorporado en el *Informe* de mayo. Se anticipa que el volumen total de los envíos crezca 2,3%, impulsado por un aumento de 13,9% en las exportaciones agrícolas. Las industriales, en tanto, tendrían un aumento moderado (2,9%), mientras que las mineras presentan una pequeña caída de 1,2%.
- Respecto de las importaciones de bienes se estima que crecerán en volumen 6,3% durante el segundo cuarto del año, aumento principalmente explicado por la expansión de la cantidad importada de bienes de consumo (17,5%), y en menor medida por las intermedias (4,9%) y las de capital (3,6%).
- La información preliminar de mayo indica que las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.740 millones, lo que representa un aumento de 13,3% en doce meses. Las importaciones CIF, por su parte, crecieron en 3,8% al anotar internaciones por US\$1.563 millones, con lo que el saldo comercial se situó en US\$288 millones, saldo que casi duplica al del mismo mes del año pasado.

Mercado laboral

- Durante el trimestre móvil finalizado en abril se observó una moderación en la trayectoria de crecimiento del mercado laboral. Si bien la ocupación se mantuvo en niveles históricamente altos, comenzó a mostrar una desaceleración en el margen. El número de personas ocupadas —descontando efectos estacionales— aumentó sólo en nueve mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, considerado como bajo luego de incrementos cercanos a treinta mil entre enero y marzo. La tasa de desempleo mostró una leve alza en el margen (8,8% *versus* 8,7% en marzo) debido, principalmente, al crecimiento exhibido en la tasa de participación.
- La evolución del empleo total ha sido consistente con la evolución del indicador líder de vacantes, que a partir de mediados del cuarto trimestre de 2002 ha mostrado un descenso, caída que ha continuado en mayo. Similar conclusión respecto de la ocupación total se deriva de la observación del indicador de empleo privado proveniente de la AChS, el que para marzo confirmó el menor dinamismo del sector, manteniendo su nivel prácticamente constante en lo que va del año.
- Los sectores construcción, agricultura, servicios y comercio desaceleraron su crecimiento. Destaca la inusual expansión del empleo en el sector agrícola durante este año, respecto de lo verificado en años previos. El sector industrial, si bien registró el crecimiento en doce meses más alto en lo que va del año (3,3%), tendió a estabilizar su nivel con respecto al mes previo, registrando una variación mensual de alrededor de cuatro mil puestos de trabajo en términos desestacionalizados.

IV. Precios y costos

- En mayo, el IPC tuvo una variación negativa de 0,4%, cifra en línea con las estimaciones que se manejaron internamente a lo largo del mes, y por debajo de las estimaciones del mercado. Los factores detrás de este resultado fueron la disminución en el precio de los combustibles y la rebaja en la tarifa de la locomoción colectiva y de otros servicios básicos. Este último elemento también determinó que la inflación subyacente (IPCX) cayera 0,1% en el mes. A su vez, el IPCX1, que elimina estos factores, aumentó 0,2% en mayo. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 3,5%, mientras que el del IPCX se ubicó en 2,8% y el del IPCX1 en 2,6%.
- El resultado del IPCX1 en mayo muestra que efectivamente el incremento de abril fue transitorio. Esto se ve confirmado en que la aceleración que se ha observado en la inflación mensual del IPCX1 y del IPCX2 en el trimestre marzo-mayo no se ha reflejado en un incremento similar de la mediana de la distribución de las inflaciones mensuales contenidas en el IPCX1. De hecho, esta mediana se ubica en niveles similares a los de años anteriores.
- Información del primer trimestre para las FECU indica una desaceleración de los márgenes, luego de un incremento que se había sostenido desde mediados de 2001. Así, pese al mejor desempeño de los indicadores de consumo en el segundo semestre de 2002 y primer trimestre de este año, este indicador de márgenes no ha mostrado un aumento. Esto es relevante toda vez que da señales respecto de que el nivel actual de los márgenes podría ser más permanente en el tiempo.
- En abril, el crecimiento de las remuneraciones nominales siguió una tendencia a la baja, aunque menor a la de los meses previos, con variaciones anuales medidas por el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice del Costo de Mano de Obra, de 3,9% y 3,8%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y los crecientes niveles de inflación registrados durante el último cuarto de 2002.
- El comportamiento de los salarios, sumado al menor dinamismo de la productividad, confirmaron la trayectoria de los costos laborales unitarios anticipada en el *Informe* de mayo, comenzando a mostrar una aceleración gradual en lo más reciente.
- A lo largo de mayo y comienzos de junio, las expectativas de inflación del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, tuvo un comportamiento volátil. No obstante, su nivel actual es similar al existente a fines de abril. Así, para dos y cinco años plazo el diferencial entre las tasas nominales y reales se ubica en 2,5% y 2,7%, respectivamente. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 2,9% para un año plazo y de 3,0% para dos años, ambas cifras en línea con los resultados de meses anteriores.

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

- Entre los asistentes existen dudas respecto al panorama internacional, pues de la información reciente de la prensa queda la sensación de un cuadro internacional más deteriorado. Se destaca también la importante cantidad de artículos publicados sobre la deflación, lo cual podría ser un indicador de que el nivel de incertidumbre mundial ha crecido.
- Específicamente se señala que Europa está en peores condiciones que hace dos meses atrás. Alemania con tasas de desempleo récord y con la actividad prácticamente estancada. En el caso de Asia emergente, se indica que también se observan peores señales que hace dos o tres meses atrás. En relación con Estados Unidos, existe la incertidumbre con respecto de la recuperación, si ella se irá dando de acuerdo con las

señales recientes de algunos indicadores del sector servicios y de la confianza de los consumidores, o bien es necesario agregar algo más de expansividad a la política monetaria, lo que no descarta una baja de tasa de entre 0,25% a 0,50% en la próxima reunión de la Reserva Federal. Existen dudas, además, respecto del *boom* de las bolsas y del fuerte incremento en las utilidades de las empresas, si es que han sido correcciones anticipadas que están pronosticando la recuperación de la economía como un todo, o bien volverá a tener correcciones en sentido contrario de postergarse la recuperación.

- Respecto de lo anterior se acota que el mejor indicador de lo señalado es que hace dos o tres meses atrás no se esperaban futuras reducciones de la tasa de política monetaria en Estados Unidos y ahora se esperan en forma masiva por el mercado. Con las tasas de largo plazo ha pasado exactamente lo mismo, lo que refleja el menor freno que se está previendo para el futuro.
- Otro participante señala que en lo sustancial, y tal como está reflejado en el Informe de Política Monetaria de mayo, los cambios que han habido en el escenario internacional no son muy significativos en el área de actividad en el último tiempo. Se manifiesta que existen elementos positivos que se mantienen, como son la resolución de la incertidumbre después del fin de la guerra de Irak y las políticas monetaria y fiscal expansivas. A ello se adicionan algunas señales como son los precios de los mercados accionarios que han ido al alza. Contra eso, también han habido señales negativas por el lado financiero. El precio de los bonos ha subido, reflejando expectativas de eventual deflación originada por comentarios de la Reserva Federal, en un contexto de indicadores de actividad mixtos.
- Adicionalmente, las proyecciones que se están usando —Consensus Forecast y bancos de inversión—no han cambiado significativamente en el último tiempo y suponen que hay una recuperación importante en los niveles de crecimiento a partir del próximo trimestre. Sin embargo, aún no se está viendo en los datos algo concreto que sostenga esa proyección. Durante las próximas semanas podría haber antecedentes que ayuden a dilucidar si eso sucede o no.
- Respecto de Europa, se acota que efectivamente existen las mayores dudas, sin embargo, la sensación del Banco Central Europeo al respecto es que en la actualidad los riesgos están balanceados después del recorte de su tasa de política, es decir, también hay alguna apuesta positiva respecto a cuál podría ser el efecto que pueda tener la política monetaria en Europa. En relación con Asia, han habido algunas revisiones hacia la baja de carácter menor. En resumen, se argumenta que no hay un cambio significativo respecto a lo que se preveía hace un mes atrás con excepción de Europa, en donde se ve lejana una recuperación.

OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que, aunque en el escenario más probable habría que aumentar la tasa de política monetaria en los próximos trimestres, era aún prematuro iniciar ese proceso.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - La inflación de mayo estuvo en línea con lo esperado, mientras que la inflación IPCX1 estuvo marginalmente por debajo de lo proyectado. Ello valida la idea de que la aceleración de la tendencia subyacente observada el mes anterior tuvo un componente transitorio. Además, pone una nota de cautela respecto del nivel de compresión efectiva que tienen los márgenes, duda que también se apoya en la evolución que han tenido los márgenes medidos a través de las Fecu (datos provisorios).
 - Por el lado real, los indicadores de abril mostraron un panorama algo menos dinámico que el esperado, especialmente en el sector industrial y en el empleo. Por ahora, se estima que estas señales de debilidad son puntuales y no modifican el panorama descrito en el *Informe* de mayo. Las cifras de comercio exterior de mayo validan esta presunción, aunque la incertidumbre es algo mayor que en el mes pasado.

- Los indicadores financieros y reales sobre la economía mundial han sido mixtos. Persisten, por lo tanto, los riesgos de que no se materialice el esperado aumento en el crecimiento durante el segundo semestre, particularmente en Estados Unidos.
 - El precio del petróleo se ha mantenido por encima de las proyecciones contenidas en el último *Informe*, lo que ha llevado a suponer que la convergencia a los niveles de US\$23 por barril se dará entrado el año 2004. Esto modifica la trayectoria de la inflación en el corto plazo, pero no tiene consecuencias importantes para el escenario de mediano plazo.
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 reuniones previas: (i) **mantener** la tasa de interés en su nivel actual o (ii) **aumentarla**, posiblemente en un monto acotado, por ejemplo 25 puntos base.
 4. El principal argumento para descartar un recorte de la tasa de política monetaria es que, dado el impulso actual que tiene la política monetaria y el escenario central de proyección, el cual no ha variado fundamentalmente respecto de la reunión anterior, se considera altamente improbable que la inflación se desvíe por debajo de 3% de manera persistente en el horizonte habitual de proyección.
 5. 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 durante los próximos meses. 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. Ésta sería una opción pertinente además para consolidar expectativas de inflación a todos los plazos en torno a 3%. En efecto, más allá de las consecuencias del cambio en la trayectoria en el precio del petróleo, que afecta especialmente la inflación en el próximo par de trimestres, se mantiene la perspectiva de una gradual aceleración de las tendencias más subyacentes en el transcurso de 2004 por sobre 3%, en línea con las mayores presiones de costos previstas. De hecho, la inflación importada en dólares se mantiene elevada sin cambios de importancia en el TCR en lo más reciente y se está verificando el esperado aumento de costos laborales unitarios. Aunque este cuadro podría verse mitigado por márgenes permanentemente menores a los considerados en el escenario base, cabe mencionar que las proyecciones ya incluyen la hipótesis de que la compresión de márgenes es menos profunda que lo que muestran las mediciones teóricas.
 6. Sin embargo, también se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria. Como se ha discutido en otras reuniones, existen riesgos de iniciar muy tempranamente el proceso de normalización de la política monetaria. En particular, dada la situación por la que atraviesa Estados Unidos, no se puede descartar que, luego de un alza, no se vuelva a aumentar la tasa de política monetaria en varios meses, o incluso sea necesaria una reversión, con los consiguientes costos de credibilidad. Algo similar sucede con el desempeño de la economía doméstica, en particular respecto de las posibilidades de que el crecimiento económico continúe acelerándose y provoque el esperado cierre de brechas.
 7. Por otro lado, a pesar de los vaivenes asociados a los movimientos en el precio del petróleo y de los bienes percibibles, las perspectivas inflacionarias se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección. En este sentido, cabe mencionar que ninguna de las noticias más relevantes del mes apunta a que esté aumentado la probabilidad de que la inflación se aleje de manera sistemática de 3%. Como se mencionó, la inflación subyacente fue menor que en meses pasados y las cifras de actividad no dan muestras de que la tasa de crecimiento esté aumentando por sobre lo considerado un mes atrás.
 8. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que en esta ocasión el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés. Aunque se mantienen opiniones bastante generalizadas en cuanto a

que en un horizonte de un semestre se daría inicio a un ciclo de alzas de tasas, este ciclo es algo menos acentuado que el esperado el mes pasado.

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

- Respecto de lo dicho sobre el tema de la deflación, uno de los asistentes quiere destacar que la evidencia indica que a nivel global no existe riesgo mayor, pero que no puede descartarse para algunos países específicos.
- Respecto de lo que se ha presentado, se estima que existen bastantes novedades respecto del mes pasado. En efecto, se señala que hay cuatro fuentes de mayores presiones de costo: aumento del precio del petróleo, del tipo de cambio nominal y de la inflación externa relevante para Chile y algunas presiones salariales. Lo anterior, sin embargo, está compensado por menores presiones de demanda, disminución del crecimiento del PIB y menor crecimiento del gasto en el segundo trimestre de 2003, a lo que se adiciona una economía mundial aún debilitada.
- Se manifiesta que lo que se ve en Chile es un atraso de la recuperación respecto de las proyecciones de hace un mes atrás, que puede ser moderadamente significativo. Ante ello se considera que los riesgos están balanceados al igual que las novedades, por tanto la opción de mantener la tasa de interés de política monetaria es la más adecuada en estas circunstancias.
- Otro participante indica que el escenario macroeconómico global no ha variado sustancialmente desde la última reunión de política monetaria o del escenario del *Informe* de mayo. Se señala que si hay que destacar algún cambio, es por el lado que se han afianzado las expectativas de una inflación acotada dentro del rango meta en el horizonte de proyección, y en plazos más cortos. Desde el punto de vista de la actividad, se siguen observando indicadores que muestran un grado de recuperación pausada, aunque en el margen se verifican cifras algo menos dinámicas de lo que se preveía el mes pasado. Sin embargo, la incertidumbre externa, en particular los riesgos de menor dinamismo de la economía mundial, ha aumentado levemente a pesar de una fuerte expansión fiscal en Estados Unidos, pero de dudosa efectividad como las cifras lo revelan. No obstante, la resultante debilidad del dólar puede provocar cierto alivio de materializarse un escenario externo más débil. Todo lo anterior recomendaría mantener la tasa de política monetaria, lo que se ve reforzado por la inflación negativa observada en mayo y las perspectivas de inflación negativa en junio y julio.
- Se reitera que hasta hace un mes atrás había una visión bastante más optimista, la que era aún mayor en el sector privado respecto de las perspectivas futuras de la actividad, y hoy día existe un escenario central que no ha cambiado en lo sustancial, aunque con un debilitamiento en el margen. Existe también un IPC subyacente que ha revertido una tendencia al alza que preocupó el mes anterior, lo que lleva a que efectivamente haya una preocupación por el hecho de que este debilitamiento se pueda agravar en los meses siguientes. Se considera que lo más apropiado, dada la incertidumbre, es esperar a tener más información para realizar movimientos en la tasa de interés. En general, se reitera que los cambios de signo en la orientación de política monetaria deben ser persistentes, por lo que se debe tener especial cuidado al mover la tasa de interés de política monetaria antes de tiempo.
- Uno de los asistentes manifiesta que, estando de acuerdo con lo que se ha discutido, le parece demasiado abrupto descartar completamente un tercer escenario en las opciones, el cual no es cubierto por la discusión previa. Ante esta intervención, otro participante señala que en estas reuniones mensuales se evalúa la política monetaria en una dimensión global y, dada la información que se dispone a la fecha, en la actual coyuntura es adecuado por el momento descartar la tercera opción.
- Se estima que en este momento los antecedentes disponibles no justifican mover la tasa de interés, por lo que la opción de mantener y esperar es la más válida en virtud de la incertidumbre existente y de las expectativas de inflación, tanto para el corto como para el

mediano plazo. Los escenarios que se manejan para la inflación no justifican, en este momento, iniciar un proceso de normalización o de mayor neutralidad en la tasa de política. Adicionalmente, los índices de inflación que se esperan para los próximos meses permiten ganar tiempo para evaluar la marcha de la economía y actuar conforme a ello, toda vez que las expectativas permanecen ancladas. Por lo anterior, se considera que existen razones suficientes para mantener la tasa de interés de política inalterada.

- Otro participante señala que respecto de la reunión del mes pasado, había dos preocupaciones: 1) la velocidad que estaba tomando la recuperación, lo que iba a llevar a un movimiento de los márgenes a niveles más normales; y 2) la lectura de la inflación del mes, que era preocupante. Estos elementos constituían luces de alerta en aquel entonces, pero se pensaba que alguno de ellos iba a ser mitigado por la apreciación que había tenido el peso en ese momento y el precio del petróleo que venían cayendo. Se indicó que se requería de mayores observaciones para tomar decisiones más de fondo.
- Las reducciones de márgenes que se pensaba se estaban trasladando a la inflación subyacente han disminuido, pues se pasó de la inflación subyacente 0,6% a -0,1%. Al mismo tiempo, se ha visto que en lo más reciente se ha desacelerado la fuerza de la recuperación. No obstante, si bien hay un crecimiento, la tasa de cambio es menor ahora que la que venía hace unos meses. Eso le hace pensar que las dos lecturas son favorables para seguir esperando en el sentido que el achicamiento de márgenes que se veía hace algún tiempo no está presente y la proyección de inflación para el próximo mes nuevamente es baja. Por lo anterior se manifiesta que si el mes pasado se decidió esperar para tomar una decisión de no mover la tasa de interés de política monetaria, ahora existe mucho más razón para continuar observando los acontecimientos dada la incertidumbre presente.

ACUERDO

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, 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.