

# Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 76 celebrada el 7 de abril de 2005

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

Asiste la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

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

Asiste, especialmente invitado, don Jorge Pérez Etchegaray, Gerente de Operaciones Monetarias y doña Bernardita Piedrabuena Keymer, Asesora del Ministerio de Hacienda.

## 1. Antecedentes

### 1.1 Presentación de antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta a los asistentes a la Reunión de Política Monetaria los principales antecedentes económicos recopilados en el mes.

#### Síntesis del mes

En su conjunto, el escenario macro sigue estando en torno a lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, salvo en lo que se refiere a los precios de

productos básicos relevantes para la economía chilena. En efecto, las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de lo previsto hace un par de meses son ya sustanciales. Los antecedentes más recientes de actividad confirman el escenario central de enero, con un ritmo de expansión de ésta que sigue siendo robusto, y a la vez más moderado respecto de los periodos de aceleración del primer semestre del año pasado. Las variables que han tenido un comportamiento más dinámico, como la formación bruta de capital y el empleo, presentan una atenuación de la inusual fortaleza mostrada en los trimestres recientes. La inflación, en tanto, más allá de la volatilidad destacada en otras ocasiones, sigue mostrando un suave incremento hacia el centro del rango meta.

En el ámbito externo han continuado sorprendiendo los elevados precios de commodities, lo que ha provocado un panorama de términos de intercambio más favorable que el esperado a principios de año. En el caso del cobre, se sigue observando un fuerte consumo de las principales economías demandantes del metal y no se descarta que el déficit de producción continúe hacia el 2006. Para el caso del petróleo, también se aprecia un escenario de estrechez. En cuanto al crecimiento, a nivel global sigue siendo elevado, pero principalmente en Estados Unidos de América y algo más débil en Europa y Japón. Por el lado financiero, se espera que continúe gradualmente la normalización monetaria en las principales zonas económicas, en Estados Unidos de América existe un mayor riesgo de una normalización menos gradual y ya se aprecia que las condiciones financieras para economías emergentes no presentan mejoras adicionales.

En los mercados financieros internos también se sigue manifestando la atenuación gradual del impulso monetario en las tasas de interés nominales de papeles del Banco Central de Chile, en las condiciones crediticias que enfrentan los distintos agentes y en el crecimiento de los agregados monetarios. De todos modos, estas condiciones siguen siendo muy favorables. El peso en términos reales se ha mantenido relativamente estable, mientras que las tasas de interés reajustables de mediano plazo siguen siendo reducidas, fenómeno que no es fácil de explicar con los antecedentes disponibles hasta ahora. Las expectativas privadas indican que el ritmo de normalización de la política monetaria ha estado dentro de lo esperado, más allá de asuntos de oportunidad mensual, y que dicho ritmo continuaría en los próximos trimestres.

Los datos coyunturales y la información actualizada de Cuentas Nacionales muestran que el ritmo de expansión de la actividad interna continuó siendo robusto, aunque a velocidades menores que las de principios del 2004. En todo caso, no se estima que este cambio en el patrón de expansión de los trimestres pasados modifique de manera sustantiva el escenario contemplado para este año en el IPoM de enero, aunque sí acota el riesgo de que la expansión tome aun mayor fuerza de la esperada en el

escenario central. La demanda interna también muestra tasas de crecimiento sólidas, aunque a un ritmo de expansión menor que a fines del año pasado. En particular, el componente de maquinaria y equipos en marzo dejó de crecer a las fuertes tasas anualizadas—de entre 50% y 100%—que experimentó durante el segundo semestre del 2004. Por su parte, el consumo no ha mostrado una aceleración adicional y la confianza de los hogares se ha resentido algo, probablemente afectada por el reciente incremento del precio interno de los combustibles.

En el mercado laboral ha ocurrido algo similar. Luego del fuerte incremento de la ocupación en el segundo semestre del año pasado, la información de los dos trimestres móviles más recientes muestra una disminución de la velocidad de crecimiento. Por un lado, el empleo en la industria parece estar disminuyendo, y el incremento de la tasa de participación también se ha detenido. Por otro, el empleo en la construcción continúa dinámico, al igual que la ocupación asalariada, mientras las vacantes han dejado de caer. Aunque no es fácil atribuir estas noticias a factores de demanda u oferta, la dinámica del empleo parece ser más una normalización de la tendencia que una desaceleración incoherente con el cuadro macroeconómico. Adicionalmente, el efecto de la reducción de la jornada de trabajo se ha tendido a manifestar con más intensidad en la estructura de horas trabajadas de los ocupados.

La inflación del IPC ha evolucionado dentro de lo previsto, con movimientos mensuales marcados por la estacionalidad y los vaivenes del precio internacional de los combustibles. Más allá de estos fenómenos, las distintas medidas disponibles muestran que los precios continúan aumentando gradualmente y dentro de lo previsto. En todo caso, la inflación anual del IPC tenderá al centro del rango meta más rápidamente que lo previsto en el IPoM de enero, debido al fuerte incremento del precio del petróleo, fenómeno que, en todo caso, se sigue considerando de carácter transitorio. Los costos laborales han tenido un repunte más intenso. En su conjunto, no se aprecian riesgos significativos de que la inflación se desvíe sustancialmente en el mediano plazo de lo proyectado hace un tiempo.

### 1.1.1 Escenario internacional

Durante las últimas semanas se ha mantenido el positivo escenario externo para la economía chilena. La actividad mundial sigue dinámica y, aunque el precio del petróleo se ha sostenido en niveles mayores que los esperados, el precio del cobre ha tenido igual comportamiento. Las condiciones financieras externas continúan favorables, retomando una tendencia de ajuste hacia una situación de mayor normalidad.

Las perspectivas de actividad mundial mejoran marginalmente para el 2005, y se mantienen prácticamente inalteradas para el 2006. Ponderadas a paridad de poder

de compra y por socios comerciales, las proyecciones se corrigen levemente al alza. Estas correcciones se relacionan con mejores perspectivas para Asia y América Latina. Para el 2006, las proyecciones se mantienen.

Las perspectivas positivas de crecimiento para Estados Unidos de América se han respaldado en los indicadores de las últimas semanas, en especial los de producción industrial, sector manufacturero y servicios. La recuperación del empleo, a su vez, seguiría apoyando el consumo. La nota de cautela la sigue poniendo la trayectoria del déficit en cuenta corriente, que alcanzó a 5,7% del PIB el 2004 y a 6,3% del PIB en el cuarto trimestre.

El panorama de crecimiento de la zona euro no da señales de recuperación. Más aun, al ya debilitado panorama de Alemania e Italia, podría sumarse Francia, que recientemente ha mostrado un debilitamiento en el consumo. En Japón se revisan al alza las proyecciones de crecimiento para el 2005, reflejo de indicadores de actividad y confianza más positivos. Asimismo, el sector corporativo muestra una mayor fortaleza. El sector externo, sin embargo, registra menor dinamismo.

El precio del petróleo aumentó hasta mediados de marzo, asociado a expectativas de mayor demanda de combustible en el mundo, a lo que se sumaron condiciones climáticas adversas en el hemisferio norte. Reportes positivos de inventarios de crudo hacia fines de mes, y expectativas de un mayor ritmo de aumento de tasas de interés en Estados Unidos de América, revirtieron esta alza. Así, el precio de barril promedió US\$ 53 en marzo. Para el mediano plazo, los agentes han incorporado en sus estimaciones costos de producción más elevados.

El precio del cobre se mantuvo relativamente estable durante marzo, promediando US\$ 1,53 la libra. Este precio está apoyado por señales de una fuerte demanda de las principales economías consumidoras, lo que se une a una lenta respuesta de la oferta. No se descarta que el 2006 el mercado nuevamente tenga un déficit de producción, por lo que el precio se mantendría alto los próximos meses.

Las tasas de interés en los mercados financieros desarrollados han continuado aumentando. En Estados Unidos de América, el bono a diez años cerró marzo con una tasa de interés de 4,6%, apoyado en positivos indicadores de actividad industrial y consumo. Se sumó, esta vez, la incipiente preocupación por mayores presiones inflacionarias. Ello se encuentra en línea con la lectura del último comunicado de la Reserva Federal y registros de inflación más altos, medidos por índice de precios al productor e IPC, durante los últimos meses. El rendimiento del bono a diez años en euros se ha mantenido relativamente estable en alrededor de 3,7%, pues persisten las dudas en torno a la recuperación de la economía europea.

Respecto de tasas de interés de política, la Reserva Federal continuaría con un proceso gradual de aumento, aunque la velocidad del ajuste es mayor que la esperada hace unas semanas, ubicando la tasa de interés en 4,0% a fines de 2005 (+50 puntos base respecto de lo esperado antes). En la zona euro, las dudas sobre el desempeño de la actividad y una inflación que se sitúa en torno al objetivo, señalan que el proceso de normalización de tasas no se iniciaría antes del cuarto trimestre de 2005.

En relación con paridades internacionales, si bien el dólar se mantuvo estable durante casi todo marzo, detrás de los movimientos registrados por esta moneda hay varios factores presionando en distinto sentido. Hacia la última semana la divisa se apreció en línea con los ya mencionados indicadores de actividad de Estados Unidos de América y las expectativas de tasas de interés asociadas a presiones inflacionarias. No obstante, en el mediano plazo se mantienen presiones tendientes hacia una depreciación del dólar ligadas al déficit de cuenta corriente de esta economía.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas aunque, en línea con la esperada normalización de condiciones financieras en los mercados desarrollados, se ha comenzado a observar un incremento en los costos de financiamiento para estas economías. Las tasas de interés de largo plazo en dólares y los premios soberanos aumentaron. Aún así, continúa siendo atractiva la emisión de deuda, reflejada en positivas colocaciones de bonos de economías emergentes.

### 1.1.2 Mercados financieros

#### Tasas de interés de instrumentos del BCCh

Las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central de Chile aumentaron significativamente desde la reunión de marzo. Algo más tenue fue el incremento de las tasas de los bonos reajustables. Las tasas de interés de los Bonos en Pesos aumentaron hasta 30 puntos base: 4,5%, 5,3% y 6,0% a dos, cinco y diez años, respectivamente. A su vez, las tasas de interés de los Bonos Reajustables del Banco Central aumentaron levemente: 2,2% a cinco años, y 2,7% a diez. Sólo las tasas de interés de los PDBC cayeron, ubicándose muy de cerca de la tasa de política monetaria. Esto puede ser explicado por la normalización de los requerimientos de Reserva Técnica.

Desde la reunión de marzo, la compensación inflacionaria implícita en los documentos nominales muestra un leve aumento, con lo que se ubica en torno a 3% ( $\pm 25$  puntos base, dependiendo del plazo). Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,65% y 2,8% a uno y dos años plazo, respectivamente (+20 y +15 puntos base respecto de anterior reunión).

A diferencia de lo que ocurría los meses previos, la pendiente de la actual curva forward aumentó comparada con la de la reunión de marzo, dando cuenta que los agentes esperan una normalización más rápida de la política monetaria. Así, la estructura de tasas de interés es coherente con un incremento de la tasa rectora de 55 puntos base a junio, con un total de 125 puntos base en los próximos seis meses y de otros 85 puntos base en los seis meses siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para la reunión anterior, la trayectoria de la curva actual entrega un aumento a diciembre de este año (4,2% en marzo, frente al 4,3% actual) y a diciembre de 2006 (5,3% en marzo, frente al 5,6% actual).

#### Agregados monetarios

En marzo, los agregados monetarios tuvieron tasas de crecimiento anual menores a las de los meses previos: 15% el M1A, 21% el M2A y 9% el M7. Con esta variación la desviación de los residuos de la proyección habitual de dinero (de corto y largo plazo) se corrige de manera importante este mes. Al revisar los componentes de los agregados, se aprecia que se mantiene la estabilidad en el crecimiento anual de los depósitos a plazo (23%) y las variaciones anuales negativas de las letras de crédito hipotecario (-11%) y documentos del Banco Central de Chile (-7%). Sin embargo, los documentos del Banco Central de Chile aumentan casi 7% mensual durante marzo. Las Administradoras de Fondos de Pensiones, en particular, se han comportado distinto del promedio, liquidando documentos del Banco Central de Chile e incrementado sus inversiones de activos en el exterior. En términos de velocidades, la del M1A cae hasta -2%, mientras las del M2A y M7 se mantienen en 16% y 5%, respectivamente.

#### Condiciones de crédito y financiamiento

La deuda bancaria registró en marzo un crecimiento anual de 15%, variación similar a la del mes anterior. Los créditos a personas presentan tasas de crecimiento anual del orden de 22%, con lo que su velocidad cae respecto de lo observado en febrero (desde 23% a 15%). La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo cayó 280 puntos base en marzo, situándose en 24%. Sin embargo, corregida por estacionalidad, muestra un aumento respecto de febrero. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se ubican en niveles similares comparadas con los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4% y 5%, promediaron 3,7% en marzo, mientras las con tasa facial entre 5% y 6% promediaron 4,4%.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de las empresas fue menor a la del mes anterior: 12% en marzo, lo que significa una caída de la velocidad.

Este resultado se debe a la menor expansión de las colocaciones comerciales y de comercio exterior: 10% y 14%, respectivamente. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue de 9% en marzo, cifra que refleja el aumento de la TPM de los últimos meses.

La colocación de bonos sigue estancada, como es habitual durante los primeros meses del año. Sin embargo, entre los anuncios para el resto del año, destaca una colocación destinada a obras de infraestructura, por UF 16 millones.

### Bolsa

Desde la última reunión, el IPSA ha continuado registrando incrementos, alcanzando niveles por sobre 1.950 puntos. Con ello, acumula un aumento desde la reunión de marzo de 1,2% medido en pesos y 1,1% en dólares. Las cotizaciones en la bolsa estuvieron influenciadas por noticias en el ámbito interno, relacionadas a la OPA de Cencosud y al término del período de entrega de los resultados del cuarto trimestre del 2004. El índice bursátil MSCI—agrupa las principales bolsas del mundo— registró una disminución de 3,6%, desde la última reunión a la fecha. En tanto, los índices bursátiles de Estados Unidos de América estuvieron afectados negativamente por la incertidumbre que generaron las presiones inflacionarias y por el alza que decretó la Reserva Federal sobre la tasa. Con ello el Nasdaq disminuyó 3,6%, mientras que el Dow Jones lo hizo en 4,0%.

### Tipo de cambio

Desde la última reunión, la paridad peso/ dólar se ha caracterizado por una mayor estabilidad respecto de los meses previos, cotizándose entre \$ 585 y \$ 590 por dólar. Esta trayectoria equivale a una variación del tipo de cambio nominal de 0,1%, a la fecha.

Simultáneamente, la mayoría de las monedas relevantes para el comercio internacional chileno se depreciaron frente al dólar estadounidense, con lo que el peso se apreció frente a canastas de monedas: 1,1% y 1,6% para TCM y TCM-5. Si se excluyen las economías con monedas vinculadas al dólar, la variación es 1,6%. El diferencial de tasas de interés interna y externa nominal se mantuvo prácticamente constante. El TCR de marzo se situó en 101,5, lo que significa una variación de 2,0% respecto de febrero, cifra ligeramente superior a la variación del TCM. Por su parte el TCR-5 aumentó 2,4%. El valor del TCR estimado para abril, se ubica en 100,5.

### **1.1.3. Demanda y cuentas externas**

Los datos acumulados del primer trimestre indican que la demanda interna reduciría su velocidad de expansión respecto de los trimestres previos, aunque en términos de su tasa de crecimiento anual ésta sería mayor que la de los períodos anteriores.

#### Consumo y existencias

En marzo, las expectativas de los consumidores descendieron respecto del mes anterior, ubicándose levemente por debajo de lo considerado neutral (49,4 según el IPEC de Adimark). Todas las categorías del índice tuvieron descensos respecto de febrero, y no se descarta que el incremento en el precio de los combustibles esté teniendo efectos en estos resultados.

En los primeros meses de este año, los indicadores parciales de consumo habitual continúan aumentando en términos de su velocidad de expansión, aunque su tasa de crecimiento anual es menor.

En enero y febrero, el comportamiento de los indicadores parciales de bienes de consumo durables fue disímil. Descontando los efectos estacionales, las ventas de automóviles continuaron aumentando respecto de los meses previos, mientras las ventas de bienes de consumo durable (CNC) se redujeron levemente. De esta forma, la categoría automóviles mantiene velocidades de expansión elevadas, mientras las ventas de consumo durable (CNC) redujeron fuertemente su velocidad.

Se continúa observando una importante acumulación de existencias. La relación de existencias acumuladas en el 2004 alcanzó a 1,1% del PIB nominal, con lo que las existencias no cobre, respecto del PIB, son similares al último período de expansión fuerte de la demanda agregada, en 1997. Lo anterior concuerda con el IMCE, que a marzo muestra que todos los sectores continúan con niveles de existencias mayores que los deseados.

#### Formación bruta de capital fijo

En marzo, las expectativas empresariales de producción medidas por el IMCE disminuyeron respecto del mes anterior (-3,1 puntos), aunque siguen mostrando percepciones optimistas (más de 50). Salvo construcción, que se mantiene inalterado, todos los sectores presentan una reducción en sus expectativas. Destaca el menor optimismo en minería (-13,7 puntos)—aunque todavía muy por sobre los 50 puntos— por peores perspectivas de precios y producción.

Las perspectivas para la FBCF del primer trimestre del 2005 se mantuvieron respecto del mes anterior. Lo mismo sucedió con el crecimiento del componente de

maquinarias y equipos (41% de la FBCF), lo cual es coherente con el comportamiento de las internaciones de bienes de capital (95% de M&E) que incluso registran una menor velocidad de expansión en marzo. Por otro lado, se sigue esperando que el crecimiento del componente construcción y obras de ingeniería (51% de la FBCF) aumente respecto de trimestres anteriores.

La rentabilidad de los negocios recogida de las Fecu del cuarto trimestre del 2004 muestra nuevamente un aumento (de 13,9% a 14,6%). Esto fue explicado principalmente por las empresas relacionadas con los recursos naturales, particularmente las mineras —con una rentabilidad anualizada que superó el 40%— y cuyo aumento más que compensó la menor rentabilidad del sector forestal. Este último destacó por ser el único cuya rentabilidad anualizada disminuyó (14%, comparada con 18,9% el trimestre anterior). Asimismo, el comportamiento de este sector es el que explica la menor rentabilidad del sector exportador, a pesar del importante aumento del sector industrial. Al mismo tiempo, se observa una reducción en la carga financiera de las empresas respecto del mismo trimestre del año anterior.

### Política fiscal

En febrero el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,2% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de mayor crecimiento tanto de los ingresos presupuestarios (22,6% anual) como de los gastos presupuestarios (5,1% anual) respecto del mes anterior.

Entre los ingresos destacan: tributarios (13,9% anual) y cobre bruto (485,6% anual), los cuales aportan 23,5 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos sobresalen: personal (6,7% anual) y subsidios y donaciones (6,3% anual), los cuales explican 3,1 puntos porcentuales del crecimiento. La inversión pública, en tanto, aumentó su crecimiento en relación con enero (7,4% anual).

Respecto del avance sobre lo presupuestado, a febrero los ingresos y gastos alcanzaron a 18% y 13,6%, respectivamente, ambos en línea con el promedio histórico.

### Sector externo

En marzo, las exportaciones alcanzaron a US\$ 3.511 millones (16,3% anual). Aunque con algunas correcciones sectoriales al alza, para el primer trimestre del 2005 se continúa esperando un menor crecimiento de los quantum y precios que en el trimestre anterior. Las importaciones, en tanto, alcanzaron a US\$ 2.569 (26,7% anual). Continúan destacando los altos valores alcanzados por las importaciones de bienes de capital y de consumo. Para el primer trimestre se sigue esperando un menor crecimiento de los volúmenes.

En febrero, la cuenta de capital y financiera registró ingresos netos de US\$ 246 millones, equivalentes a US\$ 77 millones si se excluyen los activos de reserva. Este resultado fue producto de flujos positivos de inversión directa (US\$ 468 millones) y activos de reserva (US\$ 169 millones), parcialmente contrarrestados por egresos netos de otra inversión (US\$ 228 millones), inversión de cartera (US\$ 141 millones) e instrumentos financieros derivados (US\$ 22 millones). Destaca el nivel negativo de la otra inversión —inferior al del mes precedente— que se obtuvo por aumentos de activos, principalmente moneda y depósito, contrarrestados parcialmente por incrementos de pasivos —explicado por los préstamos—. En los flujos sectoriales, destacan los egresos netos de agentes institucionales y bancos (US\$ 188 y US\$ 177 millones, respectivamente) por inversión de cartera y otro capital, y los flujos positivos de empresas y personas (US\$ 477 millones) por inversión directa y de cartera, parcialmente compensados por egresos en créditos comerciales, que son parte de otra inversión.

### **1.1.4. Actividad y empleo**

#### Actividad económica

Los antecedentes más recientes de actividad confirman el escenario central de enero, con un ritmo de expansión de ésta que sigue siendo robusto, a pesar que se ha moderado respecto de los periodos de aceleración del primer semestre del año pasado. Por sectores, la información de actividad industrial de febrero disipó las dudas de una desaceleración de ésta que se plantearon el mes pasado, al mismo tiempo que se confirmó el dinamismo del sector comercio. La minería, en cambio, tuvo un desempeño menos favorable, pero ligado a elementos que por ahora se evalúan como transitorios.

Luego de la desaceleración detectada en la información de enero, la actividad industrial recuperó su dinamismo en febrero, aunque su tasa de crecimiento anual sigue siendo inferior a los valores de fines del 2004. Por sectores, la producción de las ramas asociadas al sector exportador creció solo 2,7% anual, aunque fuertemente influida por el desempeño de sectores específicos. Las ramas ligadas al consumo interno crecieron por sobre el agregado de industria (5,3% a/a) y la producción destinada a la inversión creció 1,5% anual. En ambos casos se mantienen los niveles registrados el trimestre previo.

Comercio continuó en febrero con su trayectoria creciente. En minería, el crecimiento anual de la producción de febrero se redujo respecto de meses previos. Este hecho es considerado transitorio, toda vez que se debió a algunos problemas técnicos.

#### Mercado laboral

Según la información del INE para el trimestre móvil finalizado en febrero del 2005, el empleo total, descontada estacionalidad, no tuvo cambios respecto del trimestre

móvil anterior. El crecimiento anual, en tanto, llegó a 3,2%, equivalente a 180 mil puestos de trabajo. Por categoría ocupacional, se observó un nuevo aumento del empleo asalariado desestacionalizado. La mayoría de los nuevos puestos asalariados se crearon en el sector de construcción y comercio.

Por rama de actividad económica, el empleo ligado al sector construcción continuó expandiendo su tasa de crecimiento en doce meses. La ocupación industrial, por su parte, registró una caída en doce meses (-2,8%) y un descenso respecto del trimestre móvil anterior, descontando efectos estacionales. La información proveniente de Sofía corrobora esta dinámica, aunque es menos acentuada.

La tasa de desempleo nacional se situó en 7,6% (0,2 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales disminuyó a 8,5%. Cabe mencionar que este descenso se dio en jóvenes y mujeres, no así en la población primaria, donde se mantuvo relativamente estable en torno a 6,8%. La fuerza de trabajo, por su parte, se mantuvo constante tanto en hombres como en mujeres. Las vacantes de trabajo para marzo, descontando estacionalidad, mantuvieron niveles altos, con un crecimiento en doce meses de 2,5%.

La información de expectativas del mercado laboral de los empresarios, medida en el IMCE, continuó en niveles optimistas durante marzo. Los hogares, luego de un mayor pesimismo en febrero, recuperaron niveles de confianza respecto de la evolución del desempleo en los próximos doce meses, medido en el IPEC.

La información del INE sobre horas trabajadas muestra que en el trimestre móvil finalizado en febrero la distribución de los trabajadores ya refleja de manera evidente la aplicación de la reducción de jornada. Los trabajadores se concentran mayoritariamente en el tramo entre 0 y 45 horas trabajadas mensualmente.

### 1.1.5 Precios

En marzo, el IPC tuvo una variación mensual de 0,6%, cifra que fue de 0,5% para el IPCX y 0,7% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,4%, mientras el del IPCX se situó en 1,8% y el de IPCX1 en 1,7%. En este mes, las mayores alzas se registraron en Educación y Recreación (2,5%), en Vestuario (1,0%) y en Transportes (0,8%); menores aumentos presentaron los grupos Alimentación (0,4%), Vivienda (0,2%) y Salud (0,2%). Por su parte, no mostraron variación Equipamiento de la Vivienda y Otros.

En los resultados de la inflación IPC e IPCX influyeron los cambios de ponderación del servicio telefónico fijo y celular. Los ponderadores para el cálculo del IPCX1, una de las varias medidas subyacentes que se utilizan para fines de análisis, no se modificaron.

La proyección de IPC incluida en el escenario base de la reunión anterior prácticamente no tuvo diferencias respecto de lo estimado, aunque por rubros se dieron resultados disímiles, en especial en vivienda, transporte y educación. El IPCX resultó algo mayor de lo esperado, producto, principalmente de las diferencias en tarifas. El IPCX1, en tanto, fue algo menos de 0,1pp. inferior de lo estimado, por efecto de menores reajustes en los servicios de educación.

Respecto de la velocidad de incremento de la inflación, los vaivenes de tarifas y combustibles siguieron afectando al IPC e IPCX. El IPCX1, en tanto, mostró un incremento en su velocidad, que ahora se sitúa por sobre el 2% anualizado. Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de meses anteriores. El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 11,4% en marzo (15,2% el mes anterior), considerados los precios con correspondencia en el IPCX1 la variación llegó a 2,2% (2,0% el mes anterior).

La mayoría de las medidas de márgenes tuvieron incrementos de acuerdo con la última información conocida. Por un lado, en marzo la relación IPCX1/IPP tuvo un incremento y, por otro, los datos de márgenes operacionales totales y del comercio obtenidos de las Fecu también aumentaron en el cuarto trimestre del 2004. La medida de márgenes de durables incluidos en el IPC e IPM tuvo un descenso en marzo, coherente con la depreciación del peso.

En marzo, tanto la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total como la del CMOX, aumentaron significativamente respecto de meses previos (4,0% y 3,4%, respectivamente). Respecto de los costos laborales unitarios, la tasa de crecimiento anual del CLU total aumentó, aunque sigue en cifras negativas. Descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un incremento similar, aunque en este caso pasa de valores negativos a positivos.

### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre los antecedentes.

Un participante indicó que hasta el momento no se aprecian efectos del mayor precio del petróleo sobre la inflación externa relevante para Chile, más allá de su incidencia directa. Agregó que tampoco se aprecian cambios significativos en la inflación local en las distintas zonas económicas, mientras que el dólar también ha mostrado un cierto fortalecimiento, lo cual acota en parte el efecto inflacionario en dólares de este mayor precio del petróleo.

Otro participante señaló que si bien la inflación está de acuerdo a lo previsto en el IPoM, ese no es el caso con algunas variables reales, que se vieron afectadas por un cierre de año 2004 diferente al previsto en el Informe.

Se discutió sobre el eventual efecto del cambio de jornada en actividad e inflación, señalándose que la variable clave a seguir monitoreando es la productividad del trabajo, y si el incremento del costo unitario del trabajo comienza a aumentar por sobre lo considerado en los escenarios de proyección. Esto último, en todo caso, no parece estar ocurriendo.

Otro tema que se analizó fue el de las implicancias de la escasez de abastecimiento de gas natural. Se indicó que pareciera que el problema es más sensible que lo observado durante el año pasado, por la magnitud de los cortes, por el hecho de que han afectado directamente a empresas en Santiago, y por el hecho de que los desarrollos energéticos de Brasil y Argentina, incluida su hidrología, pueden tener incidencia en el abastecimiento de gas a Chile. Aunque el tema está siendo revisado para el IPoM, se recuerda que en el pasado se realizaron estimaciones del efecto de cortes mayores a los observados el año 2004, estimaciones que resultaban en un impacto macroeconómico poco significativo.

Un participante destacó que las cifras de consumo no están mostrando un comportamiento desbordado en el gasto de los hogares, lo que se complementó con la percepción de que al ver el panorama completo de actividad se desprende que la sensación de estar en una expansión excesiva se ha ido debilitando.

## 2. Opciones

El Consejo toma en cuenta las siguientes consideraciones para las opciones de política.

### 2.1 Presentación de opciones

Los antecedentes disponibles para esta reunión dan cuenta de que la marcha de la economía continúa siendo similar a la prevista en el Informe de Política Monetaria, incluyendo un ritmo de crecimiento de la actividad mayor que el crecimiento potencial y una inflación de tendencia que gradualmente vuelve al rango meta.

En efecto, los últimos antecedentes disponibles confirman que la inflación de tendencia sigue aumentando gradualmente, más allá de los vaivenes que provoca el alza del precio del petróleo sobre la inflación mensual, tanto por su incidencia directa como a través de las tarifas reguladas. A ello se agrega un aumento en la

tasa de crecimiento anual de los salarios y la detención de la caída en doce meses de los costos laborales unitarios. Por su parte, más allá de fenómenos puntuales en algunos sectores de recursos naturales y efectos calendario, el crecimiento de la actividad continúa sólido. Al mismo tiempo, la atenuación de las inusitadas tasas de expansión instantánea que exhibían el empleo y las importaciones de bienes de capital en meses pasados, así como la moderación de las expectativas de hogares y empresas, hacen menos probable el escenario de riesgo de crecimiento muy por encima del escenario central. Las mayores diferencias con respecto al escenario base se siguen dando en los precios del cobre y del petróleo, que se han mantenido por encima de lo proyectado.

Con estos antecedentes, las opciones a analizar son aumentar la tasa de política monetaria, en una magnitud a evaluar, o mantenerla en su nivel actual.

Al mantener su sintonía con el último escenario de proyecciones, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria iniciada en septiembre pasado. Un escenario de crecimiento por encima del escenario central —que se analizó a fines del año pasado y que podía justificar un leve aumento del ritmo de normalización— parece ahora algo menos probable.

En el otro extremo, las novedades permiten descartar la idea de reducir el ritmo de normalización. Las distintas medidas de la tendencia inflacionaria han continuado aumentando gradualmente por más de nueve meses, y la inflación subyacente IPCX1 ha seguido un curso similar al previsto en las proyecciones. Considerando que la política monetaria sigue siendo claramente expansiva, es necesario continuar con su normalización para asegurar el control sostenible de la inflación y del crecimiento. A esto se agregan los inesperadamente altos precios a los que ha llegado el petróleo, que mecánicamente tienen una incidencia sobre el nivel de precios, pero cuyos efectos de segunda vuelta sobre la inflación requieren de especial atención. Si bien estos mayores precios constituyen un shock de oferta, cuya respuesta de política puede ser distinta a la de un shock de demanda cuando existe credibilidad, es difícil argumentar que debe acompañarse de una política más expansiva.

Como se ha analizado en otras ocasiones, la oportunidad precisa de los aumentos de la tasa de política monetaria dependen críticamente de la acumulación de antecedentes. En particular, en esta reunión se justifica aumentar la tasa de política monetaria si se considera que el escenario central se continúa validando y este escenario incluye la gradual normalización de la política monetaria. A esto se suma el mayor dinamismo que exhiben los salarios, los efectos que tienen los mejores términos de intercambio que está enfrentando la economía nacional gracias al mayor



precio del cobre, y el hecho de que las tasas de interés en UF de mediano y largo plazo continúan en niveles bajos. Una decisión de este tipo, además, evita arriesgar la necesidad de alzas mayores en el futuro.

En principio, se podría argumentar a favor de mantener la tasa de política monetaria si se ponderara más que la velocidad de crecimiento de la economía ha disminuido en los últimos meses desde niveles elevados, que el PIB de tendencia parece estar creciendo más rápidamente gracias a la inversión y la mayor fuerza de trabajo, y que los costos laborales unitarios continúan bien contenidos, incluso considerando que el crecimiento de los salarios es mayor, pues siguen en niveles acotados. No obstante, como se ha discutido en otras oportunidades, el hecho de que las medidas de la tendencia inflacionaria vayan todas simultáneamente en aumento, no valida la hipótesis de que las holguras sean mayores.

Respecto del monto del ajuste en la tasa de política monetaria, se estima que la opción más adecuada en esta oportunidad es de 25 puntos base. En efecto, es difícil justificar un alza mayor cuando los riesgos de un escenario de dinamismo “excesivo” han disminuido y las expectativas de inflación se mantienen bien contenidas.

Finalmente, cabe destacar que para esta reunión todas las encuestas indican una expectativa mayoritaria de alza de 25 puntos base, por lo que un alza de esa magnitud no debería tener consecuencias en la estructura de precios financieros.

## 2.2 Análisis y discusión de las opciones

Un participante señaló que, por un lado, no es claro que la velocidad de cierre de la brecha productiva esté siendo rápida, dadas las noticias de crecimiento de la inversión y la fuerza de trabajo. Indicó que, por otro lado, si bien un aumento en el precio del crudo provoca un alza directa transitoria sobre el nivel de precios, al mismo tiempo tiene un efecto contractivo sobre la demanda agregada que descomprime las presiones inflacionarias del efecto directo.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

Varios Consejeros coincidieron en que continúa consolidándose la positiva trayectoria de crecimiento que exhibe la economía chilena, con una demanda interna en niveles altos. Se presenta una economía en que la mayoría de las variables, incluyendo actividad e inflación se mueven de acuerdo a lo que se previó en los meses anteriores y son consistentes con lo considerado en el Informe de Política Monetaria.

En ese sentido, varios Consejeros señalaron que aunque es aparente que la velocidad de expansión de la economía se ha moderado, ello estaba dentro de lo previsto. Esto ha atenuado el riesgo de una expansión de la actividad mayor a la contemplada en el escenario central del último IPoM, posiblemente porque los riesgos que enfrenta el mantenimiento de altos precios del petróleo y aquellos que enfrenta la economía mundial hacen menos probable una aceleración adicional del crecimiento interno. Eso se ve en algunas variables, que habían mostrado un gran dinamismo, como las importaciones de bienes de capital, el empleo y las expectativas de los hogares.

Hubo acuerdo en que la principal noticia respecto de la reunión anterior tiene que ver con los precios internacionales del petróleo. Respecto a las implicancias de aquello, algunos Consejeros señalaron que los efectos de segunda vuelta, en precios distintos de los combustibles, del mayor precio del petróleo requieren especial atención, mientras que otro Consejero indicó que su impacto inflacionario es limitado, aunque podría traducirse en una convergencia más rápida de la inflación hacia el centro del rango meta. Respecto a su impacto en actividad, varios Consejeros coincidieron en que el escenario externo sigue siendo favorable, y que se debiese anticipar un impacto acotado del precio del petróleo, en atención a que su incremento ha sido acompañado por mejores términos de intercambio. Un Consejero puntualizó que no le parece que la evolución más reciente del precio del petróleo haga variar la necesidad de ir retirando pausadamente el actual estímulo monetario.

Algunos Consejeros destacaron de todos modos que, si bien se está en un panorama internacional muy auspicioso en materia de crecimiento, los riesgos han aumentado. En primer lugar, porque el petróleo constituye una amenaza en el corto plazo para la economía mundial, ubicándose bastante más arriba de los utilizados en la mayor parte de las proyecciones. En segundo lugar, porque la resolución de los desequilibrios de cuenta corriente de la economía global podría tener negativas repercusiones sobre el crecimiento mundial y los precios de los activos, en particular si se materializa un escenario de aumentos de tasas en Estados Unidos de América por encima del que anticipa el mercado.

Un Consejero enfatizó las implicancias sobre el crecimiento de tendencia y las holguras de capacidad de los desarrollos recientes. En particular, la evolución de la inversión del producto y de la fuerza de trabajo en los últimos trimestres debiese llevar a una revisión de la estimación del producto potencial o de tendencia, de la magnitud de la brecha y de la velocidad a la que se estaría normalizando. De todas formas, se indicó que la información nunca es suficiente para cuantificar estas variables con precisión.

Varios Consejeros destacaron que las noticias de precios y costos muestran que la inflación subyacente sigue aumentando paulatinamente y la proyección es que

continúa acercándose poco a poco al centro del rango meta. También los salarios comienzan a mostrar un mayor dinamismo, y se ha detenido la caída de los costos laborales unitarios, esto dentro de lo previsto.

Con relación al proceso de normalización pausada de la política monetaria, un Consejero indicó que esta estrategia está siendo cada vez mejor interpretada por el mercado, el que mayoritariamente espera en esta oportunidad un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria. Por otro lado, otros Consejeros señalaron que las condiciones monetarias y crediticias siguen siendo expansivas, y que un aumento de tasas de esa magnitud es una medida preventiva que evita ajustes más pronunciados en el futuro, contribuye a hacer sostenible la trayectoria de inflación y crecimiento, y permite actuar con anticipación al aumento de la inflación esperada dentro del rango meta sin sobrereaccionar a las noticias de corto plazo.

### **3. Acuerdo**

---

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3% anual.