



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 74
Celebrada el 10 de febrero de 2005

En Santiago de Chile, a 10 de febrero de 2005, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste el Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
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; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2005, para el día 11 de ese mes.

II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, en relación con el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, señala lo siguiente:

El entorno macroeconómico presentó algunas modificaciones desde la divulgación del Informe de Política Monetaria, especialmente en lo referido a un mayor crecimiento efectivo del gasto interno y de la actividad en el 2004. Sus tasas de crecimiento han continuado elevadas, estimándose ahora que el PIB del año pasado se habría expandido 5,9%. Estas noticias, sin embargo, son todavía insuficientes como para motivar una revisión significativa del cuadro de proyecciones de mediano plazo. Por el lado de los precios y los costos, la inflación subyacente sigue incrementándose de manera gradual, a un ritmo muy cercano al previsto.

48



Señala el señor Gerente, que las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo no tienen revisiones significativas, con algunos ajustes por la incorporación de datos efectivos del último trimestre de 2004. El precio del cobre ha continuado con tendencia al alza durante el último mes, promediando US\$ 1,43 la libra en enero, por encima de lo previsto, mientras el precio del petróleo tuvo un aumento en enero que se ha tendido a disipar en los últimos días. En los mercados financieros desarrollados, lo más significativo ha sido el fortalecimiento del dólar de Estados Unidos de América, debido al mejor desempeño relativo de esta economía y las expectativas relativas a la política monetaria y fiscal en ese país. Las condiciones de financiamiento externo para economías emergentes se han mantenido muy favorables en el último mes, continuando los descensos de los premios soberanos en las últimas semanas.

Por su parte las condiciones financieras en Chile han tenido una leve atenuación en lo más reciente, coherente con el aumento acumulado de la Tasa de Política Monetaria. Sin embargo, la expansividad de la política monetaria sigue siendo sustancial, lo que se verifica en los niveles mismos de las tasas de interés de mercado y su estructura, en un contexto en que las medidas de compensación inflacionaria han tenido un cierto repunte desde hace un mes atrás, en que el volumen de crédito comercial continúa creciendo y los agregados monetarios siguen expandiéndose, aunque a una velocidad más acotada que en meses previos.

La actividad y el gasto han continuado creciendo más que lo previsto. Al igual que en meses anteriores, esto se aprecia, por el lado del origen, en la fuerte expansión de la actividad industrial a lo que se añade un repunte mayor de la producción minera y, por el lado de la demanda, en la formación bruta de capital en maquinaria y equipos. El crecimiento del consumo privado parece continuar robusto, coherente con el repunte de las expectativas de los hogares, medido tanto en el Índice de Percepción Económica de Adimark como en la encuesta de la Universidad de Chile.

El sostenido mejoramiento del mercado laboral es probablemente uno de los factores más positivos detrás de estas expectativas. En particular, la ocupación medida por el Instituto Nacional de Estadísticas muestra un crecimiento anualizado en los últimos cinco meses del orden de 7% —que sigue siendo empujado por la ocupación asalariada— y que no ha redundado en una disminución más rápida de la tasa de desocupación debido al también fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo. La información obtenida de la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago es en general coherente con los desarrollos observados durante el 2004 en la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas, esto es, una mayor formalización del empleo y la persistencia de la tasa de desempleo en niveles relativamente elevados debido a la mayor participación en la fuerza de trabajo.

La inflación de tendencia ha continuado aumentando de manera gradual, lo que se aprecia en un conjunto de medidas alternativas. En particular, la inflación anualizada del IPCX1, ajustada por estacionalidad, ha aumentado desde cifras entre 1% y 2% a valores entre 2% y 3% en los últimos tres meses, mostrando la tendencia de incremento prevista con anterioridad. A su vez, las distintas medidas subyacentes también aumentaron en enero. Por el lado de los costos laborales unitarios, éstos siguen con reducciones en doce meses, aunque han dejado de profundizarse gracias a la expansión algo más moderada de la productividad del trabajo. Los componentes no subyacentes del IPC han mostrado, y probablemente lo sigan haciendo, bastante volatilidad de mes en mes, debido a los movimientos del tipo de cambio, los combustibles y las tarifas reguladas.

W
D

En su conjunto, las noticias del último mes no motivan una modificación sustancial del cuadro macroeconómico. Las expectativas privadas siguen indicando un ritmo de normalización lento de la política monetaria hacia delante, en un contexto de inflación reducida durante el 2005 con incrementos posteriores. Los escenarios de riesgo identificados en el Informe de Política Monetaria siguen siendo válidos. Particular mención merecen las noticias del sector real que hacen más plausible el riesgo que la aceleración del segundo semestre del año pasado tenga un carácter más persistente.

Durante el último mes se mantuvo el escenario externo favorable que enfrenta la economía chilena. Por una parte, los términos de intercambio continúan positivos, con precios del cobre mayores que los esperados, compensando los persistentemente elevados precios del petróleo. Las condiciones financieras internacionales siguen altamente favorables, mientras la marcada depreciación registrada por el dólar en los últimos meses de 2004, se ha revertido en parte.

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo no muestran revisiones significativas. No obstante, por regiones se registran pequeños ajustes, básicamente por la incorporación de datos efectivos del último trimestre de 2004.

El crecimiento de Estados Unidos de América en el cuarto trimestre de 2004 fue algo más lento que lo anticipado (3,1% trimestre/trimestre anualizado), principalmente por la incidencia negativa del sector externo, pues el consumo privado continuó dinámico. Pese a ello, en el 2004 la economía se expandió dentro de lo previsto. Las perspectivas para el 2005 muestran un ajuste solo marginal, dando cuenta de los sólidos indicadores de coyuntura publicados en las últimas semanas. Entre estos destacan la producción industrial y el ingreso personal real. No obstante que las cifras de empleo fueron algo menores que lo anticipado por el mercado, su recuperación seguiría apoyando el consumo hacia el futuro. En la zona euro, a la debilidad de la demanda interna se ha venido sumando, aunque en menor medida, la desaceleración del sector externo, afectado por la apreciación del euro. Asimismo, indicadores de coyuntura, particularmente encuestas de confianza, no permiten prever una mejora sustancial en el panorama de la región. La economía japonesa sigue mostrando fragilidad en el consumo privado, a la que se continúa agregando un sector externo menos robusto, afectado por la apreciación del yen. No obstante, hacia el futuro, las encuestas de confianza empresarial y la evidencia de un sector corporativo más sólido, muestran señales positivas.

El precio del cobre ha continuado con tendencia al alza durante el último mes, registrando un promedio de US\$ 1,43 la libra en enero. Los factores detrás de esta trayectoria se relacionan con la fortaleza de las principales economías consumidoras, particularmente Estados Unidos de América y China. La primera ha registrado indicadores de coyuntura favorables en las últimas semanas, en particular del sector industrial, en tanto la segunda no mostró la desaceleración esperada al cuarto trimestre de 2004, creciendo 9,5% en el año. Además, se ha continuado observando una baja generalizada en los inventarios de las principales bolsas. Así, los altos precios actuales están aparentemente respaldados por fundamentos, toda vez que la participación de especuladores en el mercado es relativamente acotada. La alta demanda esperada para este año, en conjunto con una lenta respuesta de la oferta, mantiene la proyección del déficit para este año en torno a 200 mil toneladas métricas. Estos elementos justifican una corrección al alza en el precio proyectado. Agrega, que hacia el futuro, en la medida en que se verifiquen los aumentos de oferta esperados, el precio debería descender gradualmente hacia un promedio de US\$ 1,25 la libra, para el 2005 y US\$ 1,1 la libra, para el 2006.



El precio del petróleo ha mostrado un aumento importante en las últimas semanas, a causa de condiciones climáticas adversas en el hemisferio norte y la publicación de reportes de inventarios de crudo y de destilados para calefacción bajo lo esperado. Además, se ha visto afectado por problemas de abastecimiento en Noruega —debido a malas condiciones climáticas— y cortes de producción en Irak. Analistas atribuyen la mantención de una elevada prima por riesgo en el precio al proceso eleccionario del pasado 30 de enero en Irak. En tanto, el mercado de contratos futuros se mantiene plano para el mediano plazo, con precios por sobre US\$ 40 dólares el barril para este bienio. Si bien las proyecciones para el 2005 y el 2006 no se modifican, principalmente por las favorables expectativas para el mercado de la gasolina, la mantención de los actuales precios del crudo podría justificar revisiones al alza en sus proyecciones.

En las últimas semanas, los mercados financieros desarrollados han presentado algunos cambios respecto de las tendencias observadas hacia el cierre de 2004. El rendimiento del bono a diez años de Estados Unidos de América disminuyó a 4,08%, luego de la publicación del informe de empleo, mientras que en euros el rendimiento se ha mantenido estable, llegando a 3,56%. Por su parte, el dólar ha mostrado una reversión parcial de la depreciación observada en los últimos dos meses. Más recientemente, la apreciación del dólar se ha apoyado en comentarios de autoridades que restan importancia al déficit en cuenta corriente y en las intenciones del Gobierno de enfrentar el problema del déficit fiscal.

En dicho país la Reserva Federal ha continuado con aumentos graduales de su tasa de interés de política. Así, de acuerdo con lo anticipado, se incrementó la tasa de los fondos federales en 25 puntos base a principios de febrero, ubicándola en 2,5%. En línea con el lenguaje de incrementos medidos utilizado por la autoridad monetaria en su último comunicado, junto a señales de inflación contenida, el mercado incorpora expectativas de un aumento adicional de 25 puntos base en la próxima reunión del 22 de marzo de este año. En la zona euro, en tanto, los mercados no esperan que el inicio del proceso de normalización de tasas de interés se produzca antes del cuarto trimestre de 2005, en concordancia con la debilidad de la actividad y la inflación en torno al objetivo.

Las condiciones de financiamiento externo para economías emergentes se han mantenido muy favorables en el último mes. Además de la disminución de tasas de interés de largo plazo en mercados desarrollados, se han continuado observando descensos de los premios soberanos en las últimas semanas. En particular, en regiones como América Latina y Europa emergente, esta tendencia ha estado apoyada por el buen desempeño de sus economías. A su vez, las agencias clasificadoras de riesgo han seguido reflejando las mejores condiciones macroeconómicas y de conducción de política en dichas economías, a través de mejoras en su clasificación de deuda en moneda extranjera. Así, una vez más los premios soberanos alcanzan niveles históricamente bajos, favorecidos, además, por un auspicioso panorama de flujos de cartera a acciones y bonos.

Luego de la publicación del Informe de Política Monetaria, se observó un cambio solamente marginal en la estructura de tasas de interés de mercado. A su vez, las expectativas de inflación revirtieron la tendencia a la baja de los meses previos, mientras el crédito bancario continuó su tendencia creciente. Aunque la política monetaria sigue siendo ampliamente expansiva, en lo más reciente se ve una leve atenuación de esta expansividad en algunos indicadores, coherente con el aumento acumulado de la tasa de política monetaria.



Desde el cierre del Informe de Política Monetaria, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile se han comportado de modo disímil. Los bonos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central) cayeron entre 20 y 30 puntos base: 2,3% y 3,0% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (Bonos en Pesos) se mantuvieron relativamente estables, especialmente las de mayor plazo: 4,0%, 4,9% y 5,9%, a dos, cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDBC-90, se ubican por sobre la tasa de política monetaria (3,0%), explicado, en parte, por la reversión de la fuerte demanda por reserva técnica de fines del año pasado.

La mayoría de las medidas de expectativas de inflación aumentaron en todos sus plazos. Comparadas con los niveles del cierre del Informe de Política Monetaria, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales aumentó entre 20 y 30 puntos base según el plazo, ubicándose entre 2,1% y 2,9%. Las expectativas obtenidas de encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones similares a las del último Informe de Política Monetaria: 2,3% y 2,6% a uno y dos años, respectivamente. La encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de febrero muestra que a un año plazo, la inflación esperada es de 2,6% (-0,1 punto porcentual respecto del mes anterior) y a dos años plazo se mantiene en 3%.

La actual curva *forward* solo presenta diferencias en su tramo corto —donde las tasas aumentan marginalmente— respecto de lo anticipado en el Informe de Política Monetaria para el horizonte habitual de política. Así, se anticipa un aumento de 50 puntos base desde ahora a abril, con un total de 100 puntos base en los próximos seis meses y otros 70 puntos base en los siguientes seis. La encuesta de expectativas de febrero consideró un aumento algo más gradual para la tasa de política monetaria. Para esta reunión no se anticipa cambio en la tasa de política monetaria, con un aumento de 25 puntos base, a dos meses plazo y de otros 100 puntos base dentro de un año.

Durante enero, la tasa de crecimiento anual del M1A siguió dando cuenta de una desaceleración (23%). No obstante, los residuos de la demanda por M1A de largo plazo continúan siendo significativos. La tasa de crecimiento anual del M2A fue de 22%, mientras la del M7 se ubicó en 9,4%. Al descomponer la evolución de la tasa de variación anual de los distintos agregados, se observó: en primer lugar, una estabilización del crecimiento de los depósitos a plazo en valores algo por sobre 20%; en segundo lugar una continuación de la caída del incremento de las letras de crédito hipotecario y documentos del Banco Central de Chile: 7% y 12%, respectivamente, incidiendo en la evolución más moderada del M7. Las Administradoras de Fondos de Pensiones mantienen su preferencia por depósitos a plazo e instrumentos de renta variable sobre los de renta fija. A enero, todos los agregados presentan una notoria desaceleración de su velocidad respecto de los meses previos (entre 1% y 11%).

Señala, que datos provisorios para enero reafirman el marcado crecimiento de la deuda bancaria: 15% anual, el más alto desde fines de 1998. Por tipo de crédito, consumo y vivienda se mantuvieron tasas de crecimiento anual por sobre 20%, deteniendo la velocidad de desaceleración que se observó en meses previos. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo se situó en 25,4% en enero, 160 puntos base más que el mes anterior. Esta variación se explica por la estacionalidad y el aumento reciente de la tasa de política monetaria. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se sitúan en niveles similares a los de los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa una nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,9% en enero, y las con tasa nominal entre 5% y 6% se ubicaron en 4,3%.

48.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de empresas habría llegado a 11% durante enero, con una velocidad que se mantiene en niveles del orden de 8% desde mediados de 2004. El financiamiento bancario no tradicional continuó con importantes variaciones anuales: *factoring* 190% y *leasing* 25%. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue de 8,2% en enero, 40 puntos base superior a la del mes anterior.

Desde la publicación del Informe de Política Monetaria, el IPSA registró movimiento de "U", cayendo hasta 1.710, para empinarse por sobre 1.800 en lo más reciente. Así, desde el Informe de Política Monetaria el IPSA varió 4,9% medido en pesos y 2,4% medido en dólares. En enero la evolución de la bolsa local respondió a los efectos de la restricción del gas natural, a los anuncios de adquisición del control de empresas y a la entrega de buenos resultados del cuarto trimestre de las empresas que cotizan en la bolsa. Esto se dio en un entorno de menor dinamismo en las bolsas de Estados Unidos de América, ya que el *Nasdaq* disminuyó 0,5% desde el Informe de Política Monetaria, mientras el *Dow Jones* aumentó 0,9%.

Desde el Informe de Política Monetaria a la fecha, el peso se ha depreciado 1,2% frente al dólar estadounidense, cotizándose en la actualidad entre \$ 575 y \$ 580 por dólar. Esta depreciación ha sido similar a la de las monedas europeas, pero contraria al movimiento de las monedas latinoamericanas. Así, comparada con canastas de monedas relevantes desde el punto de vista comercial, la depreciación del peso es algo mayor: 1,4% para el tipo de cambio multilateral y 1,5% para el tipo de cambio multilateral, excluyendo el dólar.

Dados los movimientos del tipo de cambio nominal, no es posible atribuirlos a cambios en paridades de tasas de interés o determinantes de largo plazo del tipo de cambio real.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, la encuesta de expectativas de febrero señala que, a un año plazo el peso se depreciaría alrededor de 2,5% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4% en dos años plazo.

El valor del tipo de cambio real estimado para enero (99,2), es muy similar al de diciembre y equivale a un aumento de 7,6% anual. Por su parte, el tipo de cambio multilateral-5 presentó una variación de 0,6% respecto de diciembre.

El crecimiento de la demanda interna en el cuarto trimestre de 2004 y en el año como un todo, se corrigió al alza respecto de lo estimado en el escenario base del Informe de Política Monetaria, principalmente como resultado de aumentos en la formación bruta de capital fijo (FBCF). En particular, la inversión fija considera importaciones de bienes de capital efectivas para diciembre mayores que las previstas.

Para el primer trimestre de 2005, se reduce el crecimiento estimado para la demanda interna, por una menor acumulación de existencias, que afecta negativamente el incremento del componente resto de la demanda interna, pese a que el crecimiento estimado del consumo privado aumenta.

En el último mes, las expectativas de los consumidores han continuado mejorando. En diciembre, las expectativas medidas por la Universidad de Chile aumentaron 9,3 puntos porcentuales, alcanzando su máximo histórico. Este aumento del optimismo se observó en todos los componentes del índice. Las expectativas medidas por el Índice de Percepción Económica de enero sobrepasaron los 50 puntos, lo que no se veía desde hace nueve meses. Entre los componentes del índice, destaca el alza de la percepción de la situación presente.

Durante el cuarto trimestre de 2004, la mayor parte de los indicadores parciales de consumo no varió la tendencia que mostraba al cierre del Informe de Política Monetaria, manteniéndose en altos niveles.



En el consumo durable destacan los niveles de las ventas de automóviles nuevos —15.200 unidades en diciembre—, las ventas minoristas de bienes durables y las importaciones de bienes durables excluidos automóviles.

En cuanto a las existencias, la información acumulada no modifica la percepción respecto que este componente no produciría un empuje adicional a la demanda agregada.

De acuerdo con el indicador mensual de confianza empresarial de enero, todos los sectores económicos acumulan existencias por sobre lo deseado, aunque en menor medida que en meses anteriores, con la excepción de la minería.

En enero, las expectativas empresariales medidas por el indicador mensual de confianza empresarial aumentaron respecto del mes anterior, alcanzando el segundo mayor valor en su historia. Aún cuando entre sectores el comportamiento fue disímil —construcción disminuyó—, todos ellos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El incremento del indicador mensual de confianza empresarial se asocia principalmente con la industria, que aumentó luego de tres meses de caída. El sector comercio pasó a liderar el índice.

La formación bruta de capital fijo del cuarto trimestre de 2004 fue más dinámica que lo proyectado, gracias al comportamiento de maquinaria y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—. Lo anterior se explica por importaciones de bienes de capital efectivas a diciembre —95% de M&E— mayores que las previstas y que no muestran un decaimiento en su fuerte dinamismo. Para el primer trimestre de 2005, no se esperan cambios en el crecimiento proyectado para la inversión fija respecto del cierre del Informe de Política Monetaria. Destaca el componente de construcción y obras de ingeniería —51% de la formación bruta de capital fijo—, con un crecimiento importante respecto de trimestres anteriores.

Respecto del componente edificación de la inversión —32% de la formación bruta de capital fijo—, a fines de 2004 se observaron altos niveles de ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago, a pesar de una desaceleración en el cuarto trimestre.

En cuanto al componente de obras de ingeniería —27% de la inversión fija—, el catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (Corporación de Bienes de Capital) de enero de 2005, mostró ajustes al alza en la inversión estimada para los años 2004, 2005, y 2006 en relación con los datos a octubre. Cabe señalar que el ajuste al alza respecto de los datos previos, se diferencia de modo importante con lo observado el período 1998-2004, en que regularmente las correcciones tenían signo negativo.

En noviembre, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,1% del PIB, explicado por un mayor crecimiento anual de los ingresos presupuestarios (25,5%), junto con un menor incremento anual de los gastos presupuestarios (4,6%). Entre los ingresos continúan destacando los tributarios (12,8%) y cobre bruto (1.150,1%), los cuales aportan 23,1 puntos porcentuales del crecimiento.

A noviembre, los ingresos y gastos continuaron por sobre el promedio de 2000-2003, con 102% y 88,6% de avance sobre lo presupuestado, respectivamente.

El cambio del supuesto para el precio del cobre, respecto del escenario base del Informe de Política Monetaria: US\$ 1,25 y 1,10 para el 2005 y 2006, implica que el balance global del Gobierno Central aumentaría en 0,2% y 0,25% del PIB, respectivamente.

4
D



Las exportaciones estimadas tanto para el último trimestre de 2004 como para el primero de 2005 se corrigen marginalmente respecto del Informe de Política Monetaria. En particular, se ajusta hacia la baja el crecimiento del quantum en el cuarto trimestre de 2004, y al alza en el primer trimestre de este año. Los precios de todas las categorías se ajustan al alza.

Entre las importaciones, destaca el mayor crecimiento esperado del quantum de las importaciones de bienes de capital para el último trimestre de 2004 y el primero de 2005, así como el menor incremento del volumen internado de bienes de consumo para el mismo período.

En enero, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.969 y US\$ 2.317 millones, lo que representa crecimientos anuales de 36,8% y 27,9% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. En ambos casos, destacan los altos valores alcanzados a pesar de una desaceleración del crecimiento respecto de meses previos tanto en precio —por la alta base de comparación— como en volumen.

Para febrero, se estima que las exportaciones e importaciones serían de US\$ 3.060 y US\$ 2.315 millones, con variaciones anuales de 37,8% y 48,8%, respectivamente.

La cuenta financiera a diciembre del 2004 registró un egreso neto de US\$ 1.334 millones, y de US\$ -1.525 millones excluidos los activos de reservas. Ello es producto de egresos netos de inversión de cartera (US\$ 3.213 millones), de otra inversión (US\$ 3.187 millones), y de derivados financieros (US\$ 84 millones), contrarrestados por ingresos netos de inversión directa (US\$ 4.959 millones). Destaca el nivel positivo de la cuenta financiera del segundo semestre del año, por una operación de inversión directa en el sector de telefonía —en el tercer trimestre— y de emisiones de bonos del sector bancario y de CODELCO, en el cuarto trimestre—. En el valor acumulado, cabe señalar el incremento de los activos netos por inversión de cartera de las AFP, los prepagos de deuda externa del sector privado y la reinversión de utilidades por parte de las empresas extranjeras, las que han recurrido principalmente a esta vía de financiamiento en lugar de traer aportes directos de capital.

Se estima que, el efecto sobre los términos de intercambio del mayor precio del cobre estimado para el 2005 y 2006 sería de entre 1 y 2 puntos porcentuales por año. Asimismo, el impacto en la cuenta corriente se prevé del orden de 0,3% del PIB por año.

En diciembre, el crecimiento anual de la actividad (7,7%) estuvo más de un punto porcentual por sobre lo anticipado. Destacaron, la industria y la minería con un crecimiento en torno a 10% anual.

En la industria, las ramas ligadas a la inversión —que abastecen a los principales proyectos industriales, mineros y viales— crecieron cerca de 14% anual. Las ramas exportadoras continuaron con su tendencia creciente aumentando cerca de 12% anual, en tanto las líneas que destinan la producción al mercado interno crecieron 7,4% anual.

En minería, se registró una mayor producción de Codelco debido a que se contabilizaron saldos de envíos y retornos. En comercio, los mejores resultados tanto en las ventas industriales como en las importaciones impulsaron la actividad de este sector. Por último, la actividad de la construcción continuó mostrando un marcado dinamismo. Indicadores como el Imacon y los despachos de materiales muestran un mayor crecimiento. El primero, aumentó cerca de 9% anual en diciembre del 2004, cerrando el año con una variación promedio de 6,6%. El segundo, registró cifras muy positivas hacia el cierre de 2004.



Con estos resultados, en el cuarto trimestre la actividad habría crecido 6,9% anual, explicado principalmente por los sectores de la minería, la industria y el comercio. Así, el crecimiento del PIB en el 2004 habría sido de 5,9%, una décima por sobre lo proyectado hace un mes.

Para el primer trimestre de este año, se estima que la actividad agregada crecería en torno a 6% anual. Cabe destacar que en el período se contabilizará un día hábil menos que el año anterior, lo que estaría mermando el crecimiento del primer trimestre en 0,2 punto porcentual. Los sectores de la industria y de la minería tendrían tasas de expansión menores a las de fines de 2004. Por una parte, la industria estaría comparándose con una base alta y, por otra, en la minería no se registrarán aumentos significativos de producción de cobre, según se desprende de los programas de producción entregados por las empresas del sector. En tanto, el comercio continuaría con su tendencia creciente observada en el trimestre anterior.

Según la información reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en diciembre del 2004, el mercado laboral continuó con el mayor dinamismo iniciado en agosto. Destacan tanto la mayor creación de empleos como el incremento de la fuerza de trabajo.

El empleo nacional continuó con la tendencia creciente que exhibió en el último trimestre de 2004, alcanzando una tasa de crecimiento anual de 3,3%, equivalente a 116 mil puestos de trabajo. Destacó durante el segundo semestre de 2004 el crecimiento trimestre a trimestre del empleo, eliminada estacionalidad, que pasó de cifras del orden de 2% en la primera mitad de 2004 a valores del orden de 7% en la segunda mitad del año.

Por categoría ocupacional, se mantuvo la formalización de la ocupación de meses recientes, observándose un aumento en el empleo asalariado desestacionalizado.

Por sectores, cabe destacar la fuerte aceleración del empleo ligado a la construcción (que alcanzó una variación anual de 10,7%, esto es, 3,9 puntos porcentuales más que el trimestre móvil anterior) y las alzas de hasta dos puntos porcentuales en la variación en doce meses del empleo ligado a comercio y servicios. La ocupación industrial, si bien incrementó su variación anual, descontando estacionalidad se mantuvo en torno a 800 mil personas. La información de la Sociedad de Fomento Fabril corrobora este perfil estable.

La tasa de desempleo nacional se situó en 7,8% en el trimestre móvil terminado en diciembre (0,4 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales llegó a 8,7%, continuando con la tendencia decreciente mostrada desde el trimestre móvil finalizado en octubre. La fuerza de trabajo, en tanto, creció 3,7% respecto del trimestre móvil equivalente de 2003.

Los resultados de diciembre de la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile para el Gran Santiago, confirmaron los antecedentes de la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas. Esto, constituye un incremento importante del empleo asalariado y la participación en la fuerza de trabajo. Asimismo, la tasa de desempleo se situó en niveles superiores, tanto respecto de un año atrás como desestacionalizados, producto del incremento en la participación. De hecho, la tasa de cesantía en términos desestacionalizados sólo tiene un leve incremento: 0,3 punto porcentual comparada con la cifra de septiembre.

En cuanto a las expectativas laborales para los próximos meses, la información reciente reafirma el carácter positivo de los últimos meses. La información tanto del indicador mensual de confianza empresarial, la encuesta de percepción y expectativas de la Universidad de Chile y el Índice de Percepción Económica muestran un mayor optimismo de empresarios y de hogares.

4. l.



Las vacantes de trabajo para enero aumentaron descontando efectos estacionales, luego de tres meses de descensos, esto pese a que en doce meses volvieron a descender.

En enero el IPC tuvo una variación mensual de -0,3%, cifra que fue de -0,1% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,3%, mientras el del IPCX se situó en 1,8% y el de IPCX1 en 1,3%.

En enero predominaron las disminuciones de precios en los diversos grupos; las mayores bajas se registran en Vestuario (-0,8%), Transporte (-0,6%) y Alimentación (-0,6%). Por otra parte, mostraron disminuciones leves los grupos Otros (-0,2%), y Vivienda (-0,1%). No mostraron variación los grupos Equipamiento de la Vivienda, Salud, Educación y Recreación.

Respecto de la proyección incluida en el escenario base del Informe de Política Monetaria, la variación del IPC e IPCX resultaron 0,1 y 0,2 punto porcentual menor, mientras el IPCX1 tuvo una variación levemente superior a la proyectada. Las mayores sorpresas se atribuyen a Transporte y Vivienda, debido principalmente a la evolución del precio del petróleo y de las tarifas.

Descontados los efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada aumentó para las medidas subyacentes. En el caso del IPCX1 se acerca a valores del orden de 2,5%.

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.

En cuanto al promedio móvil trimestral del IPCX1, tanto la mediana como la variación mensual, eliminando efectos estacionales, aumentan respecto del mes anterior.

En enero, se observó un aumento de los ítems que bajan de precio y de los que suben. Esto, fue en desmedro de los que no variaron su precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 16,1% (15,9% el mes anterior), sin embargo considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación se mantuvo en 1,3%.

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles en enero. Por una parte, los obtenidos de los productos con correspondencia en el IPCX1 e IPP se mantuvieron relativamente constantes respecto del mes anterior, con comportamientos disímiles de sus componentes: una mantención de los alimentos y una caída de los medicamentos. Por otra parte, los márgenes de los durables obtenidos del IPCX1 e Índice de Precios al por Mayor tuvieron un incremento en enero.

En diciembre, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total se mantuvo constante en 3,2%, mientras que, excluyendo la minería, la electricidad, el gas y el agua (CMOX), la tasa de variación aumentó a 2,6% anual (2,4% el mes anterior).

En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de crecimiento anual se mantuvo prácticamente constante. Por su parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado, sin electricidad, gas y agua, ni minería (costo laboral unitario asalariado medido sin electricidad, gas y agua ni minería), disminuyó marginalmente respecto de la del mes anterior, ubicándose en -0,6%.



En febrero, el IPC tendría una variación mensual de 0,2%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 2,5%. El IPCX y el IPCX1 registrarían incrementos mensuales de -0,1% y 0,2%, respectivamente, correspondientes a variaciones anuales de 1,9% y 1,5%. En línea con la metodología adoptada desde diciembre, como base para las proyecciones se utiliza un promedio entre las proyecciones precio a precio y los resultados a partir de un vector autoregresivo. Las proyecciones para el IPCX1 no varían sustancialmente respecto de las incluidas en el escenario base del Informe de Política Monetaria, esperándose una inflación anual del IPCX1 de 1,9% para junio (igual valor que en el Informe de Política Monetaria).

Respecto de la reunión de Política Monetaria de enero, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el supuesto del tipo de cambio desde \$ 565 a \$ 580 por dólar. En el caso del petróleo *Brent*, los precios promedios estimados por trimestres no sufren cambios relevantes, aunque sí su trayectoria mes a mes. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, la baja de \$ 10 de la tarifa de la locomoción colectiva esperada en febrero se trasladaría al segundo trimestre. Además, se incluyen las modificaciones conocidas a los decretos tarifarios del sector eléctrico, que cambian sustancialmente el panorama previsto anteriormente. A fines de enero se anunció el reajuste definitivo del precio de nudo, con lo que por este concepto se introduce en febrero una variación de -1,7% respecto de enero (además del correspondiente efecto retroactivo). Esta variación es completamente distinta de la incluida en el escenario base previo (+5%) y que surgió de las declaraciones públicas realizadas por altas fuentes de la Comisión Nacional de Energía en octubre. Esto implica que los efectos sube/baja considerados se modifican de modo importante tanto en magnitud como en signo, aunque el efecto neto sobre la inflación a mediados de año es de menor magnitud (+/- 0,1 punto porcentual). También se espera que el descenso de los precios de distribución anunciado en noviembre (-4,4%) se oficialice a partir de mediados de febrero, afectando la inflación de marzo (a la baja) y de abril (al alza) por los ya conocidos ajustes baja/sube de estas tarifas.

Con todo, para mediados de año la inflación anual del IPC se ubicaría en 1,6%, valor idéntico al considerado en el escenario base del Informe de Política Monetaria. En cuanto al IPCX, su incremento anual sería de 2,0%, cifra menor en 0,1 punto porcentual a la considerada en el Informe de Política Monetaria, reflejo del cambio tarifario ya descrito.

El Presidente, señor Corbo, ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.

En cuanto a la información entregada en esta reunión, sobre el escenario externo, interviene el Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, para agregar un comentario adicional a las buenas noticias respecto a la economía americana, en el sentido que en ello han influido las declaraciones de las autoridades de ese país, principalmente del señor Greenspan, con lo que el mercado interpretó que el déficit de cuenta corriente no era tan grave como él mismo había sugerido en algunas reuniones previas y eso tuvo también un impacto en el dólar en las últimas semanas.

El presidente don Vittorio Corbo, consulta si hay algún otro comentario en relación al escenario externo.

En relación al mercado del petróleo, el señor Jadresic señala que el precio ha estado por sobre lo que se esperaba. Agrega que no es la proyección central del Banco, por el momento, pero puede presentarse la necesidad de revisar esas proyecciones, tal como se hizo con el precio del cobre.



El Presidente señor Corbo señala que las proyecciones del mercado del petróleo hay que seguir las observando, pero la economía internacional sigue un ritmo muy favorable.

Interviene el Consejero señor Jorge Desormeaux, para agregar que esta alza del petróleo que se produjo, probablemente, es distinta de ocasiones anteriores en que ha sido una noticia separada. Cree que ella es, antes que nada, un resultado endógeno de una economía mundial que se presenta muy sólida, y donde los riesgos geopolíticos algo se han atenuado.

El Presidente señor Corbo agrega, que es la demanda lo que se ha estado fortaleciendo, como lo señala el Consejero señor Desormeaux, especialmente después de la elección de Irak, que se esperaba que iba a ser una noticia importante, para efectos de riesgo.

El Vicepresidente señor José De Gregorio agrega, que el precio del petróleo tiene un componente de prima de riesgo muy grande, y que todavía sigue la incertidumbre.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, en relación al comentario del Vicepresidente señor De Gregorio, expresa que hay distintos componentes que afectan el precio del petróleo. En primer término existe un componente de prima por riesgo que está presente y que probablemente se presentará por bastante más tiempo y a lo mejor nunca desaparecerá. Agrega que este componente se ha desplazado en el ciclo, especialmente los días previos a las elecciones de Irak, en que el precio del petróleo subió y probablemente, ello estuvo relacionado a la incertidumbre general existente, pero se tendió a normalizar y después se redujo. Asimismo, cree que un elemento importante en la evolución reciente del precio, sobre todo el último mes, tiene que ver con que el clima en el hemisferio norte que fue más severo de lo que se anticipaba y eso en un contexto de inventarios del petróleo estrechos, produjo un aumento. Es por ello que todavía cree conveniente esperar un poco más para analizar lo que sucedará.

Al respecto, el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, agrega que el precio del petróleo subió el último mes, bajó en los últimos días y ahora está casi igual que antes. Le parece que no hay grandes noticias después de esa normalización. El precio del cobre, en cambio, se encuentra más alto y que ambos son mayores que la tendencia a la baja que se esperaba.

Con respecto al tema de los mercados financieros, el Consejero don Jorge Desormeaux proporciona un comentario adicional a lo ya dicho en su exposición por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, con respecto a la evolución de las tasas de interés y es el hecho que ha habido un par de meses con inflación negativa. Ello ha significado que los agentes no solamente han tenido mayor demanda, sino que también ha cambiado la composición de ésta, moviéndose hacia instrumentos en Unidades de Fomento, dejando de lado los instrumentos nominales, que tienen un mercado más pequeño, por lo tanto menos profundo, lo que se tradujo en que las tasas de éstos subieron, la compensación inflacionaria también lo hizo y cayó la tasa de los instrumentos nuevos.

En relación al mismo tema, el Gerente de División Estudios, señor Valdés agrega otra explicación adicional y es que las tasas en Estados Unidos de América presentaron una fuerte baja, casi 30 puntos base, desde el Informe de Política Monetaria hasta la fecha. Agrega que, no hay una explicación para tasas largas menores en el mundo. Contra eso, están los anuncios del Informe de Política Monetaria, de esta tendencia levemente más agresiva de normalización de tasas. Lo que hemos visto sí, es que hay una correlación bastante alta entre las tasas largas en Chile con las de Estados Unidos de América.



El Presidente don Vittorio Corbo consulta si hay algún otro comentario respecto a los mercados financieros.

El señor Valdés señala que agregaría solo un dato, que está en la minuta, pero no en la presentación y es que las tasas de interés de colocaciones han ido subiendo, especialmente las de consumo, pero eso se explica, plenamente, por estacionalidades que tienen estas tasas y por el cambio de la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán, efectúa un comentario respecto del tipo de cambio, en el sentido que, a su juicio, no existe ninguna razón específica para que presente estas fluctuaciones. Cree que siempre existen razones, pero a lo mejor no las conocemos. Agrega, que indagaría, a lo menos, en dos aspectos: el primero, la cantidad de dólares que debió convertir el Fisco para pagarle al Banco Central y, en segundo lugar, si estas fluctuaciones se deberían o no a operaciones particulares y específicas de gran magnitud que, a lo mejor, pudieran estar afectando el mercado.

El Vicepresidente, don José De Gregorio, en relación a la exposición relativa a actividad y mercado laboral, consulta si es posible afinar un poco más los datos de cómo va creciendo el empleo con el ciclo. Estima que sería útil para entender qué es lo que está pasando efectivamente en ese mercado y la evolución de la fuerza de trabajo, o sea la población en edad de trabajar.

En relación a lo anterior, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que la tasa de participación ha subido en torno a un punto porcentual en seis meses, lo cual es completamente inusual en el largo plazo. Agrega que han habido periodos de movimientos de esa magnitud tanto a la baja como al alza y, en esta ocasión, se aprecia un incremento bastante fuerte.

En cuanto a este mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán señala que sería bueno también contar la historia hacia atrás, porque entiende que, al menos, en el empleo en construcción y en industria, ninguno de los dos ha llegado todavía a los niveles históricos, lo que no se aprecia en los gráficos que se presentan.

Agrega el señor García que se puede hacer el cálculo que fue sugerido por el Consejero señor Marfán, de empleo sobre población económicamente activa, para controlar por los movimientos de la fuerza de trabajo y eso, todavía, está por debajo de los máximos de los años 96, 97 y 98.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio indica que simplemente lo que eso controla es el crecimiento de la población, y se supone que la fuerza de trabajo crecería lo mismo, por lo que ese nivel se encuentra todavía por debajo del máximo. Agrega que no ha habido suficiente creación de empleo para observar ese crecimiento de la población.

Con respecto al mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán hace presente que hay otra interpretación que, cree que para estos efectos, incluso hasta corregiría la discusión, que es la definición de fuerza de trabajo, porque ha habido una caída muy importante de la tasa de participación en el tramo de 15 a 19 años, y cree que es atribuible a la mayor escolaridad, puesto que es una edad en que no deberían importar tasas de desempleo altas. Señala que la caída de la tasa de participación de los hombres tiene relación con un problema etario. Lo mismo ocurre, con menos fuerza, con la tasa de participación de los mayores de 65 años, que también ha venido cayendo, lo que se asocia a un mejoramiento de pensiones. Cree que estos fenómenos son más estructurales y, por lo tanto, sería conveniente dejarlos para hacer un análisis de la coyuntura más consistente.

4



El Presidente, señor Corbo interviene señalando que éste es un tema que está pendiente. Agrega que en el plan de trabajo para este año, se considera revisar el comportamiento del mercado laboral.

Agrega el Vicepresidente señor De Gregorio, que habría que ser cuidadoso en decir que la creación de empleo, a pesar de la cifra de desempleo, no indica debilidad en el mercado laboral, pero si hay un 9% de la población que está buscando trabajo.

El Gerente de División Estudios, interviene acotando que existen holguras en el mercado de trabajo.

En relación a lo mismo, el Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que otro aspecto que agregaría al comentario del Vicepresidente señor De Gregorio, es la preocupación de que la generación de empleo esté concentrada en un sector, la construcción, que genera trabajos de corto plazo, o sea, con un cambio en las condiciones o en las expectativas futuras, la generación de empleo puede detenerse bruscamente. En su opinión no se aprecia una generación de empleo across the board en todos los sectores.

El señor García señala que ese es un punto relevante. Agrega que cuando se habla de debilidad, se está pensando en el impacto que puede tener este nivel de desempleo en decisiones de consumo. En su opinión, no parece que ello sea un fenómeno que debiera preocuparnos ahora, como sí lo fue hace dos años atrás.

Interviene el Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, expresando que para calificar el estado del mercado laboral ciertamente no solo hay que mirar el efecto del consumo sino que, en particular, del efecto salario, por ende, en los precios. En ese sentido las holguras pasan a ser un elemento importante.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, hace mención a otro tema que también fue discutido ampliamente el año 2004, que es esta aparente heterogeneidad que resulta de ver la encuesta de la Universidad de Chile versus la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas. Los datos de la encuesta de la Universidad de Chile del mes de diciembre mostraron un comportamiento tan anómalo como el que mostró el Instituto Nacional de Estadísticas a mediados de año, entonces, si uno toma el año como un todo, ambas encuestas son bastante similares. El empleo por cuenta propia en el Gran Santiago, de acuerdo a la Universidad de Chile, presentó una caída muy significativa y muy brusca entre el mes de junio y el mes de diciembre, mientras que los asalariados, por el contrario, muestran un fuerte crecimiento. Y en segundo lugar, de manera muy paradójica, la encuesta de la Universidad de Chile mostró una tasa de desocupación bastante fuerte en el mes de diciembre respecto a mediados de año, y también producto de un fuerte crecimiento de la participación. Entonces, en este sentido, la encuesta de la Universidad de Chile del mes de diciembre estaría reflejando, con 6 meses de rezago, lo que ya mostraba el Instituto Nacional de Estadísticas con anterioridad. Y esto resulta sorpresivo debido a que de cierta manera el consenso que existe es que la Universidad de Chile tiende a adelantarse al Instituto Nacional de Estadísticas del orden de 6 meses, y hoy día estaríamos viendo algo que es completamente opuesto. Pero por lo menos, señala, parte de los puzzles que veíamos el año 2004 se han ido despejando y las diferentes fuentes de información en este sentido confirman un diagnóstico más o menos común.

El Presidente señor Vittorio Corbo, consulta si hay algún otro comentario respecto a la coyuntura de producción, demanda agregada, empleo, antes de pasar a la exposición sobre precios.

42.



El Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, hace presente, que desea agregar un par de comentarios sobre las cifras fiscales. Señala que en la mañana entregó las cifras de ejecución presupuestaria que arrojaron un superávit de 2,2% del producto en el 2004, que es algo superior a las que se habían proyectado, y que por sí solo equivale, prácticamente, en términos absolutos, a la suma de todos los déficit de los cuatro años anteriores. Ello resulta favorable, ya que corresponde a lo que es la dinámica atendido el ciclo económico y la regla de política. El ciclo económico se reflejó en los ingresos, los que crecieron en un 19,9%, lo cual en buena parte correspondió a ingresos del cobre. Los mayores ingresos del cobre respecto a lo que habían presupuestado, equivalen más o menos al 90% del superávit. Agrega también que los ingresos tributarios tuvieron un comportamiento bastante dinámico, crecieron 11%, con un crecimiento bien robusto del IVA que creció más de 13% real, que incluye todavía el aumento de la tasa, pero si la elimina se estaría en un crecimiento de 9%, o sea, todavía por sobre la demanda interna. Los pagos provisionales mensuales y la tributación de las mineras privadas alcanzó a 600 millones de dólares. Por el lado de los gastos señala que se obtuvo una cifra de crecimiento de 5,9%, donde la diferencia que tiene con el 4,6% que se había proyectado en las últimas cifras, más o menos la mitad corresponde a diferencial de inflación y alguna concentración de la ley reservada del cobre que se incluyeron en las cuentas consolidadas, pero sobre todo, lo que ocurre es que el crecimiento de los ingresos ajustados por el ciclo fue bastante alto, 7% real, lo que tiene que ver, principalmente, con el stock regulador de CODELCO, que se acumuló en el 2003, y se colocó en el mercado en el 2004. Ello hace que los ingresos ajustados por el ciclo, simplemente, por los diferenciales de precio, tengan un aumento. Ello, expresa el señor Marcel, dio la oportunidad, en el 2004, de absorber gastos que se habían postergado del año anterior, gastos extraordinarios que se fueron produciendo durante el año, como el tema del incremento de pensiones que se iba a efectuar por sobre lo que estaba presupuestado. Además, también, cree que es relevante el adelanto de algunos gastos originalmente programados para el 2005, como son aportes de capital al Metro, que se prefirió adelantarlo para el 2004 y algunas diferencias del sector público respecto a lo que se había estimado originalmente.

Menciona que con los recursos del superávit, básicamente, se ha estado prepagando deuda. Si se suma lo que se prepagó el 2004 y en enero de 2005 se obtienen prepagos por alrededor de dos mil millones de dólares, de los cuales más o menos 35% corresponden a créditos de organismos internacionales, poco más de 40% a deuda fiscal con el Banco Central de Chile, y el resto, a rescate de bonos públicos.

En consecuencia, señala que el año 2005 se ve bastante despejado desde el punto de vista fiscal, por lo cual, evidentemente las finanzas públicas durante el presente van a contribuir a estabilizar el comportamiento de la demanda.

En segundo lugar, el Ministro de Hacienda Subrogante, hace presente que quiere emitir su opinión sobre los temas de demanda interna. Le parece que los cambios que han habido en los escenarios del Informe de Política Monetaria, en general tienen que ver con el comportamiento de la inversión. Las cifras de las importaciones de bienes de capital, los indicadores de actividad de la construcción, demuestran claramente que lo que se presenta en actividad y demanda está asociado también, al mismo tiempo, a un crecimiento de la capacidad productiva y eso se refuerza con lo que se ha indicado respecto del comportamiento de la oferta de trabajo.

4
Jc.



Estima, que no hay otra manera de interpretarlo que como holguras adicionales respecto a los escenarios con los que se ha trabajado en el pasado. Indica que en el caso de la oferta de trabajo existe un fenómeno de más largo plazo y quizás se tendrá que seguir monitoreando el empleo primario, definido como empleo de los hombres, porque la verdad es que el dinamismo que está mostrando la oferta de trabajo femenina es fuerte, poniéndonos en línea con estándares que se ven en otros países. Cree que es difícil pensar que con importaciones de bienes de capital, con indicadores de la construcción creciendo a tasas de dos dígitos, en algunos casos 40% o cifras de ese orden, más fuerza de trabajo creciendo entre 3% y 4%, le parece que ello demostraría que la capacidad productiva está ampliándose y que, por lo tanto, es el momento en que se pueden actualizar los cálculos de brecha entre producto efectivo y potencial.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, señala que quisiera consultar acerca de los fondos disponibles para prepago, y si ellos se utilizan para rescatar bonos soberanos en el mercado secundario. Consulta también si ello no tiene implicancia sobre los spreads que pueden estar algo sesgados a la baja por el propio escenario.

El Ministro de Hacienda Subrogante, responde que se han efectuado algunos rescates de bonos. De todo lo que se ha prepagado, estima que, aproximadamente un 15% deben ser rescates de bonos y ello ocurrió el año pasado, y que en el presente año no han habido operaciones de ese tipo.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre las proyecciones de inflación.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que en relación a lo que se vio en el Informe de Política Monetaria, la conclusión central es que se han ido reduciendo los riesgos del escenario internacional y acrecentando el riesgo de ese escenario de mayor dinamismo de la demanda interna. Indica que ese informe sigue planteando que es un escenario alternativo, pero sin duda que la probabilidad de ese escenario ha ido creciendo y las consecuencias sobre la inflación son obvias.

Comenta la Consejera señora María Elena Ovalle, que le llamó la atención en la síntesis que presentó el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que empieza diciendo que el entorno macroeconómico ha sufrido varias modificaciones desde la divulgación del Informe de Política Monetaria, especialmente, en lo referido al mayor crecimiento efectivo del gasto y de la actividad. Sin embargo, menciona en otra parte, que en conjunto no se aprecia una mayor modificación sustancial en el cuadro macroeconómico, lo que constituye una contradicción. Cree que es problema de redacción que es importante corregir.

El otro aspecto que quiere señalar es que dentro del resumen, de las explicaciones de este mayor crecimiento de la expansión de las exportaciones y la inversión, no se menciona el efecto de la política monetaria expansiva y también, en parte, la política fiscal anticíclica que ya debería estar reflejándose en los impactos de la cifra que se tiene por casi tres años, desde mayo de 2002, con una tasa de política monetaria menor que 5%.

La Consejera señora Ovalle, consulta si existe alguna evidencia que sugiera que los rezagos con que actúa la política monetaria sean menores que en el pasado. Asimismo, sobre el crecimiento de los términos de intercambio en enero.

13.



El señor Pablo García responde, respecto a la minuta, que se adecuará la redacción de la misma. Agrega, que lo central es que no hay una modificación sustancial. Señala también, que el marco de proyecciones de mediano plazo en este informe no difiere del presentado en el mes de enero. Respecto a los rezagos con que opera la política monetaria, indica que la trayectoria de tasa ya estaba incorporada en la evaluación.

Sobre el mismo tema, el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, agrega que en la pregunta de la señora Consejera, sobre términos de intercambio, en la minuta se explica que con el nuevo precio del cobre que se está suponiendo, los términos de intercambio en los años 2005 y 2006 serían en torno a 1 ó 2 puntos porcentuales por sobre el escenario central del informe.

Interviene el Consejero señor Marfán y señala que si se suma esta reunión a varias otras que se han tenido antes, da la sensación de una especie de cambio de pendiente en la curva de Phillips, como que las proyecciones han estado con sorpresas a la baja en inflación y al alza en actividad. Insiste en un punto que hizo presente en otra reunión de política monetaria, en el sentido que tiene la impresión que el IPC estaría en el corto plazo más bien vinculado a la evolución del consumo que a la evolución de la actividad. Si la actividad está creciendo, porque están aumentando las exportaciones y los bienes de capital, no tiene por qué traducirse ello en un aumento de esos bienes, y el IPC lo que está mirando es un aumento en los bienes de consumo. Distinto es el caso del año 2005, donde se está proyectando por primera vez una expansión del consumo superior al producto. Le parece que es una relación que vale la pena estudiar a fondo, porque si bien es solo una hipótesis, podría eventualmente tener efectos que es mejor prevenir que tener que corregirlos en el futuro.

Nuevamente el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, interviene para enfatizar que la manera en que se interpreta este escenario de mayor crecimiento no puede ser neutral a la composición del crecimiento. Estima que la relación algo más débil entre crecimiento e inflación tiene que ver con la estructura del crecimiento que se ve reflejada en el comportamiento que se observa en los precios.

En relación a lo mismo, el Vicepresidente señor José De Gregorio hace presente que quiere sumarme a ese comentario. Señala que le parece relevante distinguir dos cosas: la primera, en el largo plazo, el estado estacionario del modelo. No cabe duda que los coeficientes son más o menos estables, pero cree que en la dinámica de corto plazo alguna implicancia debe tener por el mismo efecto que se mencionaba anteriormente de las brechas, si eso va más por inversión o consumo. Cree que este tema debe analizarse con mayor profundidad, para entender lo que está detrás y que puede ayudar a comprender también lo que ha pasado con la inflación.

Sobre el particular, el Gerente de División Estudios, menciona que ha habido varios comentarios respecto a las sorpresas que se han ido presentando, y que hay que dimensionar que las del PIB de los últimos cuatro meses son sustancialmente más importantes que lo ocurrido con la inflación.

Sobre el mismo tema, hace presente el Consejero señor Manuel Marfán, que en atención a que la regla de política del Banco es tratar de centrar la inflación en un rango de 12 a 24 meses, obviamente que en los modelos con que se proyectan, los órdenes de magnitud de las relaciones pasan a ser importantes.

En relación a lo planteado, el Presidente señor Vittorio Corbo, menciona que no existen dudas que quedan varias áreas en las cuales corresponde continuar investigando especialmente el mercado laboral, la dinámica de la pregunta del corto plazo entre inflación y brechas y, también la curva de Phillips.



El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:15 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:10 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 74, con la participación de los mismos asistentes indicados en la comparecencia.

A continuación el Presidente don Vittorio Corbo solicita al Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, que presente las Opciones de Política Monetaria.

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, a 2,5%. Con los antecedentes disponibles se concluyó que continuaban las principales tendencias identificadas en meses recientes: una inflación acotada, con medidas subyacentes que aumentaban lentamente desde niveles reducidos, y una actividad cada vez más dinámica. La disminución de holguras resultante recomendaba seguir normalizando la política monetaria, la que continuaba siendo considerablemente expansiva. La inflación acotada, por su parte, permitía que el ritmo de ajustes de la tasa de interés siguiera siendo pausado. El aumento de la tasa de política monetaria en la reunión anterior era coherente con aportar señales respecto de este ritmo de normalización.
2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión, da cuenta de que continúan las principales tendencias mencionadas, aunque con novedades que indican un mayor crecimiento. El entorno internacional relevante se mantiene favorable, con un precio del cobre que ha persistido en niveles superiores a US\$ 1,42 por libra, por encima de lo proyectado en la reunión anterior, y un precio del petróleo que también se mantiene elevado, aunque ha vuelto a los niveles observados antes de la reunión anterior. La actividad interna creció 7,7% en diciembre, aproximadamente un punto porcentual más que lo previsto hace un mes. La inversión en maquinaria y equipos sigue aumentando en la tendencia de los últimos meses, sorprendiendo al no dar muestras de atenuar su marcado dinamismo. Los indicadores de consumo se mantienen robustos, mientras se aprecia un aumento en las últimas mediciones de las expectativas de los hogares. En el mercado laboral se confirma la mayor creación de empleos, a una tasa anualizada cercana a 7% durante la segunda mitad de 2004.
3. Por el lado de precios y costos, las medidas de la tendencia inflacionaria siguen aumentando lentamente, con la inflación subyacente IPCX1 en línea con las proyecciones del último Informe de Política Monetaria. Asimismo, la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios privados se mantiene negativa, situación que, en todo caso, no se ha profundizado. Por su parte, el tipo de cambio bilateral y multilateral ha mostrado un leve aumento durante el último mes, el que se ha revertido parcialmente en los últimos días. Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación han aumentado, ubicándose cerca de 3% las de mayor plazo, incluyendo la compensación inflacionaria en instrumentos financieros a cinco y diez años.
4. Con estos antecedentes, considerando el aumento de la tasa de interés de la reunión pasada, las opciones más plausibles son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base.

48.



5. En principio, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria aplicada desde septiembre pasado, pues ellos parecen insuficientes para modificar de manera significativa el escenario macroeconómico más probable. Sin embargo, si el escenario alternativo de persistencia de las noticias positivas de actividad sigue cobrando importancia, se podría justificar aumentar levemente el ritmo de normalización, aumento que en todo caso podría seguir siendo gradual, en la medida que las presiones inflacionarias actuales se mantengan acotadas. Por lo tanto, las novedades permiten descartar la idea de reducir el ritmo de normalización porque, mientras la inflación siga un curso como el previsto, la situación de mayor crecimiento implicará un mayor uso de las holguras de capacidad que lo anticipado en las proyecciones.
6. Como se ha discutido en otras oportunidades, en esta estrategia de normalización pausada de la política monetaria tienen cabida tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros, siendo la acumulación de antecedentes mes a mes un elemento fundamental para definir el ritmo preciso. Así, luego de un mes en que se aumentó la tasa de política monetaria, en la estrategia de normalización pausada tienen cabida tanto la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión como un aumento de 25 puntos base.
7. La mayoría de los antecedentes coyunturales apoya un nuevo aumento de tasa de política monetaria en esta reunión. Como se ha visto, por el lado de la inflación efectiva hay relativamente pocas novedades, mientras que el mayor uso de las holguras de capacidad estaría progresando más rápidamente que lo previsto. A ello se suman mejores indicadores de expectativas de hogares y empresas. En este cuadro resulta recomendable continuar transitando hacia una política monetaria más neutral desde el actual nivel considerablemente expansivo, de manera de asegurar que, dados los rezagos que tiene dicha política, el estímulo monetario sea coherente con una inflación proyectada en 3% en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.
8. Ahora bien, también sería posible justificar mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual si se evaluara que detrás del mayor crecimiento existe una expansión especialmente vigorosa del producto potencial, comparable a la del producto efectivo —y, por lo tanto, un cierre de brechas menos pronunciado— y se ponderara más el reducido aumento de los costos laborales. Ambos efectos atenuarían las futuras presiones de precios. La validez de este cuadro, sin embargo, puede ser contrastada con el comportamiento de las medidas de la tendencia inflacionaria, las que deberían mostrar algún grado de estancamiento si las holguras efectivamente fuesen elevadas y persistentes. Aunque las medidas mencionadas siguen aumentando lentamente, todas ellas van en la misma dirección por alrededor de varios meses.
9. En la presente reunión, los elementos tácticos tienen mayor importancia que la habitual. Al respecto cabe considerar, que en los últimos meses la gradualidad del proceso de normalización se ha asociado con pausas en los cambios de la tasa de política monetaria mes por mes. Esta situación ha sido relativamente incorporada en la estructura de precios financieros prevaleciente y, en esta oportunidad, una mayoría relativa del mercado no espera un cambio en la tasa de política monetaria. En efecto, la encuesta a analistas del Banco Central de Chile reveló una expectativa mayoritaria de mantención de la tasa (aunque su fecha de cierre fue previa a la divulgación del Imacec), y las encuestas de los servicios informativos realizadas en el día de ayer también dan cuenta de una expectativa mayoritaria por la mantención de la misma. Un alza sucesiva rompería la secuencia descrita y, posiblemente, sería percibida como un leve aumento del ritmo de normalización.

He.



10. Lo anterior, sin embargo, tiene dos aspectos positivos. Por un lado, validaría el que las proyecciones realizadas en el Informe de Política Monetaria tienen implícito un ritmo de normalización de la política monetaria levemente mayor que el implícito en la estructura que prevalecía antes del cierre estadístico de dicho documento. Las novedades que se han acumulado apoyan dicha validación, al igual que la exigua reacción que tuvieron las tasas de mercado con ese anuncio. Por otro lado, en la medida en que este ritmo de normalización levemente mayor sea percibido por el mercado, disminuye el riesgo de que sea necesario hacer alzas menos pausadas en el futuro ya que, parte de la normalización del estímulo monetario emanaría de acomodos en las tasas de mediano y largo plazo (y de los efectos cambiarios asociados).
11. Finalmente, el señor Gerente de la División Estudios señala, que cabe mencionar que también existe el riesgo táctico de que una decisión de alza no sea bien comprendida y se confunda con un cambio de la estrategia gradual. Este riesgo, sin embargo, debería ser posible de abordar en el comunicado de prensa respectivo.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que con una intensidad algo más pronunciada que en un mes promedio, se han presentado novedades en dos áreas de relevancia para la política: los términos de intercambio y la actividad y el gasto doméstico. Ambas van en la misma dirección, al reforzar la probabilidad de realización del escenario de riesgo de un mayor crecimiento en los años 2005 y 2006.

Aunque una parte importante del mayor gasto es explicada por una mayor inversión, es altamente improbable el correspondiente ajuste hacia arriba en la trayectoria proyectada del producto efectivo. Es simplemente muy improbable, empíricamente, que la brecha del producto se comporte en forma anticíclica o que coincida un aumento del punto base de tendencia con una depresión cíclica. Respecto de la tasa de participación laboral, que está creciendo aceleradamente, tampoco se dispone aún de una descomposición de su aumento en sus componentes cíclico y estructural. Por todo lo anterior, los antecedentes disponibles hacen inferir que sea más probable que la brecha del producto se vaya cerrando durante los años 2005-2006 en forma más rápida de lo anticipado hace un mes.

Pero aunque esta aceleración en el cierre de brecha no se verificara, cabe recordar que el escenario base del Banco, reflejado en el Informe de Política Monetaria y en los antecedentes presentados esta mañana, que siguen siendo inalterados, conlleva a un cierre completo de la brecha del producto en el tercer trimestre de 2006, vale decir, en 18 meses más.

Consistente con dicha proyección, y con las proyecciones de inflación y del producto publicadas en el Informe de Política Monetaria, se proyecta una normalización de la tasa de política monetaria, llegando a 5,0% a fines de este año, en el cuarto trimestre de 2005, 6,6% en el cuarto trimestre de 2006, alcanzando una tasa de política monetaria neutral de 7,5% en el cuarto trimestre de 2007. Este ritmo de normalización de la tasa, subyacente en las proyecciones del Banco inalteradas hasta la fecha, requiere elevar la tasa de política monetaria, condicional a la información de enero de 2005, en un promedio de 25 puntos base cada mes hasta fines de este año, y en un promedio de 13 puntos base cada mes durante el año 2006.

4 e.
D



Lo anterior sugiere que la opción de 25 puntos base, condicional a la información enero pasado (sin considerar las sorpresas positivas de aumentos en términos de intercambio y en producto y gastos domésticos posteriores al Informe de Política Financiera), constituye la opción central para esta reunión, con opciones alternativas, por encima y por debajo de 25 puntos base, distribuidas en torno a dicho valor.

Considerando lo anterior, recomienda un aumento de la tasa de política monetaria en 25 puntos base en esta ocasión.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco, señala que como consecuencia del intercambio de opiniones que se produjo en el mañana, le parece que es necesario reconocer que existe una cuota importante de desconocimiento respecto del comportamiento de algunas variables relevantes, que no se saben explicar o de las cuales no se tienen buenas explicaciones para su comportamiento, tales como el producto potencial, ciertos comportamientos en el mercado laboral, y el de las brechas. Estima que ello sería especialmente preocupante si se estuviera utilizando la política monetaria para hacer una sintonía fina, pero no es el caso actual. Estima que ahora no existe discusión respecto a la dirección que tendrán los cambios en la tasa de política monetaria durante los próximos meses y que a fines de año el mercado proyecta que estará entre unos 100 – 150 puntos base sobre la actual, por lo que la discusión hoy solamente podría estar en aspectos tácticos, de cómo aproximarse a esa cifra de la tasa de política monetaria más normalizada. La pregunta fundamental de esos aspectos tácticos, a su juicio, sería en esta ocasión, si se sorprenderá el mercado si el Banco Central sube la tasa durante dos meses consecutivos. Tal vez podría ser interpretado como un cambio significativo en la trayectoria de ritmo pausado que se ha anunciado. En su opinión hace dos o tres meses, habría sido importante no asustar al mercado con una señal que pudiera haber sido interpretada como una aceleración de ese ritmo pausado. Sin embargo, cree que en la actualidad esa situación ha cambiado, simplemente, porque están consolidadas las expectativas de un crecimiento fuerte, y en consecuencia no visualiza en este momento, riesgo alguno de efecto dañino sobre las expectativas de crecimiento si el Banco Central sube la tasa en 25 puntos base en dos meses consecutivos. Cree también que despejado ese riesgo de abortar la reactivación resulta conveniente aprovechar esta coyuntura para acercarnos un paso más a la normalización de la tasa que es algo en lo existe unanimidad. Por otro lado le parece que es una buena oportunidad para reforzar la idea de que el Banco Central de Chile hace política monetaria con un horizonte de mediano plazo y no en base al IPC del mes pasado y estima que de todas maneras, en algún momento, va a ser necesario romper esta especie de regla implícita de alzas de tasas de interés mes por medio. Por lo anterior, indica que su opinión es similar a la expuesta, como opción principal, por la Gerencia de División Estudios, vale decir, aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, señala que a raíz de la discusión sostenida sobre el cuadro macro, el mayor ritmo de crecimiento se está apreciando en estos meses tiene que ver, especialmente, con el crecimiento de la inversión y tal como lo señaló en la mañana cree que no debiera preocupar un mayor crecimiento por sí mismo, sino cuales son los factores que se encuentran detrás del mismo y como ello incide sobre las presiones inflacionarias en el futuro. Agrega, que le parece que en estos momentos la clarividencia respecto de aumento en la capacidad instalada, por el aumento de la inversión en maquinarias y equipos; por el aumento de actividad en la construcción y también por lo que presenta el funcionamiento del mercado del trabajo, hacen pensar que existe un margen amplio de capacidad instalada ociosa. Indica también, que tiene la impresión de que la normalización, si bien es adecuada, podría ir a un ritmo más lento. En ese sentido habiendo una clara opción por una normalización pausada de la tasa, le parece que es igualmente consistente con esa normalización aumentar la tasa en 25 puntos base en esta oportunidad, o bien mantenerla.



El Presidente señor Corbo plantea, que debe considerarse que todo el mercado espera que la tasa tiene que normalizarse y, que una tasa tan baja correspondía a un momento en el cual había inflación.

El Vicepresidente señor De Gregorio, señala que quiere hacer dos observaciones, la primera, es que no existe duda que éste es un crecimiento muy intensivo en formación de capital y, que tiene un efecto retroalimentador para el producto potencial, que en las proyecciones nuestras podría estar creciendo a un ritmo de 5%, ello a fines del 2006, y en el mejor de los casos se podría suponer que eso se adelante para fines del 2005, pero se está creciendo al 7%, de manera que no existe duda que cualquiera sea la hipótesis inclusive la más favorable que efectuemos respecto de la respuesta del crecimiento de la productividad total, se aprecia que las brechas se están reduciendo más rápido. El segundo lugar le parece que el señor Ministro tiene razón en el sentido que es complicado comunicar el alza de tasa y más aún cuando la inflación es negativa, pero eso es lo que hace difícil el trabajo del Consejo del Banco Central de Chile, y por ello está provisto de autonomía para poder tomar estas decisiones.

El Presidente señor Vittorio Corbo, hace presente, que por las razones expuestas, es necesario ser muy cuidadoso con el comunicado que se emitirá.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis efectuado por el staff y señala que comparte la opinión de que las opciones analizadas en esta oportunidad son las de mantener, o elevar en 25 puntos base la tasa de política monetaria. Agrega que los principales elementos de sorpresa respecto de la reunión anterior se vinculan con un ritmo de crecimiento de la actividad y el gasto superior al previsto y mejores condiciones externas. La tendencia de las distintas medidas de inflación en tanto no difieren significativamente de lo anticipado. Señala que para justificar su voto en esta oportunidad desea referirse, brevemente, a tres argumentos que no son nuevos: Primero, en ocasiones anteriores ha argumentado que ante opciones equivalentes a las presentadas en esta reunión hay que sopesar el costo de equivocarse. En particular, cabe confrontar el costo de mantener la actual tasa de política monetaria si la opción acertada fuera la de aumentarla versus el costo de aumentar la tasa de política monetaria si la opción acertada fuera la de mantenerla, o como hemos bautizado también en otras oportunidades el riesgo tipo uno versus el riesgo tipo dos. A diferencia de otras ocasiones, sin embargo, en esta oportunidad la probabilidad de poner en riesgo el proceso de reactivación es muy bajo. Desde esta sola perspectiva, este tipo de argumento apuntaría en esta ocasión en la dirección de elevar la tasa de política monetaria. Segundo, y estrechamente relacionado con el argumento anterior, está la evaluación del nivel de la tasa de política monetaria. Cualquiera sea la percepción que se tenga de la tasa de interés neutral ésta se sitúa muy por sobre la del nivel actual de la tasa de política monetaria y por consiguiente, la política monetaria actual es muy expansiva. Dada la normalización de las brechas ligadas al ciclo económico corresponde, como hemos coincidido anteriormente, normalizar también la política monetaria acercando paulatinamente la tasa a su nivel neutral. Este segundo argumento también apunta en la dirección de elevar la tasa de política monetaria. En tercer lugar, cabe decidir cuál es la velocidad a la que debe normalizarse la tasa de política. Éstos son los aspectos tácticos a los que se ha hecho referencia en otras ocasiones. Precisamente para evitar una sobre reacción del mercado, en reuniones anteriores se decidió ir normalizando las tasas más calmadamente que lo aconsejado en las proyecciones de nuestros modelos. Estima el señor Consejero que esa decisión fue buena, en su oportunidad, pero tal como se indicó en el último Informe de Política Monetaria, el escenario



base del Banco considera una trayectoria esperada de tasa levemente más empinada que la implícita en los precios de los activos. Esto fue dicho y escrito en el Informe de Política Monetaria. A su juicio esa señal tiene que ser refrendada en esta oportunidad, a través de un aumento de la tasa de política monetaria, también por esa razón táctica, porque de lo contrario no se podría entender por qué se dijo una cosa en el Informe de Política Monetaria y ahora se estaría señalando algo diferente. Por lo tanto, a su parecer, los tres argumentos señalados apuntan, en esta oportunidad, en la dirección de optar por un aumento de 25 puntos base. Con todo, tal como advierte el documento referido a las opciones presentado por el señor Gerente de División Estudios, la redacción del comunicado debe ser especialmente cuidadosa en esta oportunidad. Ello en consideración a que el mercado está esperando mayoritariamente otra decisión. Piensa, que en esta ocasión correspondería efectuar alguna dosis de autocritica, en cuanto a que el mercado, en su opinión, no ha sabido interpretar correctamente nuestro mensaje o tal vez, nosotros no hemos sabido manifestarlo adecuadamente. A su juicio si se hubiese efectuado una lectura correcta del Informe de Política Monetaria, como se quiso escribir, no se habría presentado la duda que la decisión correcta era subir la tasa en esta ocasión.

Por consiguiente, por las razones expuestas, vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de situarla en 2,75%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que la presentación de la Gerencia de División Estudios enfatiza, tal como lo acaba de señalar el Consejero señor Marfán, que la principal novedad que se presente desde la última reunión de política monetaria, que coincidió con la presentación del Informe de Política Monetaria del mes de enero, es el hecho que la actividad ha mostrado un crecimiento persistentemente más elevado que el considerado en el escenario central de ese Informe, pero incluso sin esta innovación el Informe de Política Monetaria de enero hacía presente que la trayectoria esperada de tasas de interés implícita en nuestro escenario central era más inclinada que la que se derivaba de los precios de los antiguos financieros, por lo tanto, indica, la interpretación acerca del significado concreto de nuestro mensaje de normalización pausada ha sido erróneo y, evidentemente, la señal que entregó el Informe de Política Monetaria en enero, haciendo ver que nuestras proyecciones suponen un ritmo ligeramente más rápido que el considerado por el mercado no fue bien entendida. En efecto, el mercado sigue apostando a una normalización que es inconsistente con el objetivo de alcanzar el centro del rango meta durante el horizonte de política, por lo tanto cree que la manera más eficaz de transmitir esa información, coincidiendo en esto también con quienes lo han precedido, es precisamente rompiendo con la costumbre de elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base mes por medio. Ello, en su opinión resulta conveniente en esta ocasión, además, por una segunda razón, el supuesto del Informe de Política Monetaria de enero de que el extraordinario crecimiento del segundo semestre y particularmente el cuarto trimestre sería una anomalía transitoria, parece cada vez menos realista, va aumentando la posibilidad de que en realidad el escenario central sea uno con un dinamismo mayor y una reducción de brechas más aceleradas de transformarse este dinamismo en parte del escenario central la trayectoria de la tasa de política monetaria a futuro debería revisarse hacia arriba. Por ello tiene mucha relevancia ajustar al alza la tasa de política monetaria en esta ocasión, porque ello reduce el riesgo de tener que abandonar la estrategia de normalización pausada seguida hasta ahora y, reemplazarla en el futuro por un ajuste mas abrupto. Sin embargo, para evitar que este movimiento sea considerado por el mercado como una interrupción del ajuste pausado de la tasa de política monetaria, le parece justo que también el comunicado enfatice que dicho enfoque sigue vigente. En consecuencia, manifiesta que vota a favor de un alza de tasa de 25 puntos base.

La Consejera, señora María Elena Ovalle, indica que tal como se desprende de la presentación de la Gerencia de División de Estudios, los últimos antecedentes ratifican la senda de clara expansión por la que transita la economía chilena. Esto ha generado que las perspectivas de crecimiento para el presente año, sean en su mayoría más auspiciosas que las estimadas hace un par de trimestres. Lo anterior, sin duda ha propiciado un clima de confianza



en la recuperación de la actividad, que debiera seguir estimulando al mercado laboral y la inversión. Por el lado de la inflación, el último registro del IPC fue negativo y las medidas subyacentes estuvieron algo bajo de lo proyectado en la reunión pasada. Pero, como bien señala que la Gerencia de División de Estudios, nuestras estimaciones preveen un aumento gradual de los indicadores inflacionarios en el horizonte habitual de política.

Estos antecedentes y sus determinantes, permiten suponer que la estrategia de aumentos moderados adoptada hace cinco meses ha sido apropiada, ya que ha permitido al mercado internalizar adecuadamente las sucesivas alzas de la tasa de política monetaria, sin generar grandes frustraciones en las distintas variables. Por ende, no cree que los hechos de este último mes ameriten modificar el ritmo de normalización de la instancia monetaria que hemos seguido hasta ahora. Consistente con esto, concuerda con que las opciones de mantener la tasa de política monetaria y la de un aumento acotado de 25 puntos base son las alternativas mas plausibles en esta reunión. En este sentido, las tendencias más claras siguen reforzando la idea que la economía ya no requiere un impulso monetario como el vigente en la actualidad. De esta forma, continúa siendo necesario el tránsito gradual de la tasa de política monetaria hacia un nivel más neutral que permita conciliar nuestro objetivo inflacionario con el panorama de crecimiento. Además, nuestras perspectivas de inflación de mediano plazo siguen asociadas al cierre de holguras en los distintos segmentos de la economía. A ello se suman las consideraciones tácticas que señala la Gerencia de División de Estudios que hacen también recomendable continuar con el retiro del impulso monetario vigente. Si bien una parte importante del mercado espera la mantención de la tasa de política monetaria en la reunión de hoy, una decisión en este sentido daría a entender que "Pausado" implicaría una dosis de 25 puntos base mes por medio, lo que no necesariamente es así. Por lo tanto, el alza reforzaría el argumento que más bien nos interesa la evolución de la economía desde una perspectiva más amplia. Considerando también los rezagos propios con que actúa la política monetaria, una medida precautoria como esta alza de 25 puntos base, nos deja en una instancia algo más cómoda que la actual, para seguir evaluando el impacto de este mayor crecimiento en los precios y costos. Esto también reduce la probabilidad de tener que reaccionar de forma más agresiva en el futuro.

Por lo tanto, considerando los argumentos que confirman las tendencias que hemos estado observando y que ameritan un ajuste de la tasa de política monetaria, sumado a que las bajas presiones provenientes de los costos permiten mantener la estrategia de retiro gradual de una política monetaria muy expansiva, es que considera una alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base como la alternativa más adecuada en la reunión de hoy. Finalmente, le gustaría señalar que debemos tener especial cuidado en la redacción del comunicado con el fin de que esta alza se entienda como coherente con nuestra visión de mediano plazo. Por consiguiente, señala que vota por un alza de la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Vicepresidente señor De Gregorio, hace presente que, una vez más se encuentran enfrentados a la decisión de si deben subir la tasa de política monetaria, para continuar con la estrategia de normalización del impulso monetario o esperar un mes más. Para lo anterior, le parece que resulta útil revisar la coyuntura y los antecedentes que ha proporcionado la Gerencia de División de Estudios y analizar cómo ésta se podría estar desviando del escenario base. Agrega, que la inflación del mes de enero, aunque negativa, está en línea con lo proyectado y, con una tendencia subyacente, convergiendo gradualmente hacia el centro del rango meta, las noticias de reactividad han sido positivas y aumentan la probabilidad que el escenario de mayor dinamismo contemplado en el último Informe de Política Monetaria se materialice. Esto, en su opinión debería conducir a un aumento de la inflación aunque no en los meses siguientes, pero si dentro del horizonte de política. Estos desarrollos, estima, harían prudente subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

4
De



Señala también, que es cierto que la evolución de los costos laborales y márgenes aún revelan holguras inflacionarias y que de persistir, probablemente, habría que tomar la velocidad de normalización de la tasa de política monetaria. Sin embargo, ese cree no es el mayor riesgo en esta oportunidad, en particular si se considera que la política monetaria es aún muy expansiva. El mayor riesgo, como se ha señalado en reuniones anteriores, es atrasarse en el ajuste, lo que requeriría de alzas más pronunciadas y más seguidas. Agrega, que es cierto que este mes y en los venideros se enfrenta un problema timing de la reducción del estímulo monetario. En primer lugar, estima, es importante señalar que la estrategia no es mecánica ni consiste en subir la tasa de política monetaria mes por medio. En segundo lugar, en el escenario base la normalización es algo menos pausada que la estimada por el mercado en su curva forward, por lo anterior, existen razones de carácter táctico que sugerirían subir la tasa en esta oportunidad. No obstante, un alza de la tasa de política monetaria podría inducir la percepción que estamos reaccionando a noticias de aceleración inflacionaria que el mercado no tiene, en especial cuando el mercado mayoritariamente no espera movimientos, lo que podría, a su vez, servir de base para proponer la mantención de la tasa de política monetaria. Como ya se mencionó, esto podría interpretarse como un cambio de la estrategia de normalización gradual, en particular en un mes en que el último registro puntual de IPC es negativo. En todo caso, en su opinión, estas consideraciones no le parecen un riesgo mayor, ya que, en primer lugar, no se subió la tasa en diciembre y sí en enero, lo que debe ser una señal suficientemente clara que nuestro objetivo inflacionario es respecto de un horizonte de entre 12 y 24 meses y por otra parte, cree que corresponde ser claro en nuestra comunicación con el mercado, en el sentido que no existe ninguna noticia inflacionaria particular a la que estamos reaccionando sino que es parte de una estrategia bien fundamentada en nuestro último Informe de Política Monetaria. Por lo tanto cree que el riesgo de una mala interpretación es menor y, en consecuencia, en su opinión, al igual que los señores Consejeros que lo precedieron, su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala, que desde la reunión de Política Monetaria el crecimiento de la economía mundial ha seguido un curso muy similar al considerado en el Informe de Política Monetaria de enero, el precio del cobre se ha mantenido alto y la economía interna ha profundizado su ciclo expansivo, liderado por la inversión en maquinaria y equipos y las exportaciones. En paralelo, las velocidades de las medidas subyacentes de inflación se comienzan a acercar lentamente al centro del rango meta. En este contexto en que el ciclo expansivo se fortalece y, por ende, se reduce el período en que la brecha de capacidad tenderá a desaparecer, se refuerza la necesidad de tener una política monetaria menos expansiva y consistente con el objetivo de mantener la inflación en torno al centro del rango meta en un horizonte de 12 a 24 meses. Lo que corresponde en estas circunstancias es continuar con el proceso de aumento pausado de la tasa de política monetaria para llevarla gradualmente a un nivel más cercano a la tasa neutral. Esto es justamente lo que se requiere para mantener un marco de estabilidad que facilite un crecimiento económico alto y sostenido de la economía chilena. Por todo lo anterior, su voto también es por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

74-01-050210 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria a 2,75% anual.

Siendo las 16.52 hrs. se retira de la Sala el señor Ministro Subrogante, señor Mario Marcell Cullell.



III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2,75% anual.

La información disponible a esta fecha muestra que el ritmo de crecimiento de la economía sigue siendo alto, ubicándose en diciembre incluso por encima de la previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. Ello ocurre en un entorno internacional favorable, en que el precio del cobre se mantiene elevado, y bajo condiciones monetarias en Chile que siguen siendo marcadamente expansivas. La inversión ha seguido creciendo con vigor, el empleo y la fuerza de trabajo han aumentado a tasas elevadas por cinco meses, y las expectativas privadas son más auspiciosas.

Por su parte, la información de precios más reciente, incluyendo el IPC de enero, está en línea con el escenario de inflación acotada para el presente año considerado en el último *Informe de Política Monetaria*. Asimismo, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria actual han seguido aumentando gradualmente. Esto último, junto al progresivo cierre de las brechas de capacidad y el marcado estímulo monetario actual, hace recomendable aumentar la tasa de interés de política. Este ajuste es coherente con la estrategia de normalización pausada del impulso monetario, reduce el riesgo de ajustes abruptos en el futuro y refleja las buenas perspectivas de la economía nacional.

El Consejo estima que esta estrategia posibilita, en el escenario más probable, una trayectoria para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses, a pesar de que es previsible que la inflación en doce meses se ubique en niveles reducidos durante parte de 2005.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.40 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARPAN LEWIS
Consejero

MARIO MARCEL CULLELL
Ministro de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)