

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 75 celebrada el 10 de marzo de 2005

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

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Se encuentran presentes los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; 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; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

1.1. Presentación de antecedentes

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

Síntesis del mes

Durante el primer trimestre de este año se ha continuado desarrollando un escenario macroeconómico interno a grandes rasgos coherente con el presentado en el Informe de Política Monetaria de enero.

Por un lado, la actividad económica y el empleo mantienen un ritmo de crecimiento sobre la tendencia, sin presentar una aceleración adicional como la observada en el segundo semestre del año pasado y los indicadores de confianza se mantienen positivos. La persistencia de la fuerte expansión de la formación bruta de capital en maquinaria y equipos es probablemente lo más sorpresivo de la coyuntura nacional.

Por otro lado, la inflación subyacente y los salarios nominales siguen aumentando a un ritmo gradual, muy similar al previsto en el Informe de Política Monetaria de enero. La volatilidad en el ámbito de los precios se ha vinculado más bien a los movimientos de tarifas reguladas, con efectos de una sola vez o parcialmente transitorios sobre el nivel de precios.

Aunque el escenario externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable, se aprecian ciertas tensiones en el curso que han tomado las distintas variables. El crecimiento económico en Estados Unidos de América se mantiene robusto, mientras que en Europa, y en menor medida en Japón, se ven señales de debilidad relativamente pronunciadas. El precio del cobre y el precio del petróleo han continuado aumentando, alcanzando valores significativamente superiores a los previstos. Las expectativas de mercado respecto del ritmo de normalización en el corto plazo de la política monetaria en las principales zonas económicas han sufrido cambios menores, aunque las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América han aumentado.

La paridad del dólar estadounidense frente a las principales monedas ha revertido una parte importante de la apreciación que mostró entre enero y mediados de febrero, motivada por expectativas menos complacientes sobre la persistencia del déficit en cuenta corriente. La paridad del peso con respecto del dólar ha continuado fluctuando sin una tendencia definida y sin que sea evidente atribuir estos movimientos a los cambios de paridades entre las principales monedas, tasas de interés o determinantes del tipo de cambio real de largo plazo. La desaceleración de los agregados monetarios y el incremento de las tasas de interés de consumo, entre otros antecedentes, siguen indicando que las condiciones financieras en Chile son ahora menos estimulantes que a mediados del año pasado. No obstante, el crédito a personas y empresas no muestra una desaceleración significativa, y las tasas reajustables de mediano y largo plazo han continuado cayendo. Algunos observadores han vinculado esto último a cambios en la oferta y demanda relativa por estos papeles.

El ritmo de expansión de la actividad económica en Chile se ubica en torno a 6%, lo que indica una leve desaceleración, dentro de los rangos esperados, con relación al segundo semestre del año pasado. La actividad industrial mostró una

desaceleración en enero, pero ello se atribuye a factores específicos más que a un fenómeno generalizado. Los diversos indicadores del mercado inmobiliario muestran un menor ritmo de actividad, mientras la minería presenta vaivenes propios de la volatilidad habitual de este sector. Por el lado de la demanda, lo más notorio es el boyante comportamiento de la formación bruta de capital en maquinaria, que no ha dado visos de temperarse, y que tendría que ralentizarse de forma bastante brusca para que se materializara el escenario del Informe de Política Monetaria para este año.

En el mercado laboral, en tanto, se siguen observando señales positivas, aunque con un incremento de la ocupación y de la fuerza de trabajo menos destacado que en el segundo semestre del 2004. El empleo asalariado sigue aumentando, las vacantes muestran más claramente un rebote después de su caída reciente, y la tasa de desocupación desestacionalizada sigue con una tendencia a la baja. De todos modos, el fuerte repunte que ha mostrado la participación sigue aportando la principal cuota de incertidumbre respecto de la evolución de este mercado en el corto plazo. Por otro lado, se aprecia el efecto del recorte de la jornada laboral en la distribución de horas trabajadas en la fuerza de trabajo.

La capacidad de la oferta agregada de acomodar los incrementos de la demanda sin generar presiones inflacionarias excesivas se ha seguido manifestando. Las remuneraciones nominales y la inflación subyacente siguen mostrando un suave incremento, dentro de los rangos coherentes con las proyecciones de corto plazo del Informe de Política Monetaria de enero. Los vaivenes en las tarifas de servicios públicos que han ocurrido y que podrían seguir ocurriendo en los próximos meses seguramente aportarán la mayor cuota de volatilidad a la inflación mensual.

Hacia el mediano plazo, la compensación inflacionaria implícita en los precios de activos financieros indica un aumento en las expectativas de inflación, pero dentro de cifras coherentes con el centro del rango meta. Con relación a la política monetaria, se detecta un desplazamiento del orden de 25 puntos base en la trayectoria de la tasa de política monetaria implícita en la curva forward, con un movimiento similar en la expectativa de la tasa de política monetaria en la encuesta mensual para dentro de veinticuatro meses.

1.1.1. Escenario internacional

La economía chilena continúa enfrentado un escenario externo favorable. El precio del cobre alcanzó niveles sobre US\$ 1,50 por libra implicando términos de intercambio más favorables que, no obstante, se vieron atenuados parcialmente por el alza del petróleo. Las condiciones financieras externas continúan favorables, a pesar del aumento en las tasas de interés internacionales que fue contrapesado sólo en parte por una reducción de los spreads.

Las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo no muestran revisiones significativas. No obstante, por regiones hay leves ajustes, básicamente por datos efectivos del último trimestre del 2004. En Estados Unidos de América, los indicadores más recientes sustentan las correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento para el año. Destaca la revisión al alza del PIB del cuarto trimestre del 2004 (3,8% t/t anualizado), indicadores que dan cuenta de la fortaleza del consumo y la inversión, y la recuperación del mercado laboral. En contraste, el panorama en la zona euro se ha debilitado. El crecimiento de 0,8% t/t anualizado en el cuarto trimestre del 2004 decepcionó, particularmente afectado por los pobres desempeños de Alemania e Italia. Este escenario se asocia a una apreciación de la moneda y una demanda interna que se mantiene débil, lo que se ha reflejado en un deterioro de los indicadores de confianza de consumidores y empresarios. En Japón las proyecciones de crecimiento se revisaron a la baja, debido a la fragilidad del consumo privado y a un sector externo menos dinámico. Sin embargo, la confianza empresarial se mantiene positiva, acompañada por una mayor fortaleza del sector corporativo y cifras recientes de producción industrial y ventas minoristas favorables.

El precio del petróleo mostró un incremento significativo hacia el cierre de febrero, situándose en torno a US\$ 50 el barril, luego de mantenerse estable en torno a US\$ 45 en las semanas previas. Ello se debió a condiciones climáticas adversas en países desarrollados, en un contexto en donde las existencias de petróleo de calefacción muestran niveles ajustados. A ello se suman revisiones al alza en las estimaciones de demanda para los próximos años, un recrudecimiento de la situación de Medio Oriente y problemas de distribución en países no OPEP (Rusia).

El precio del cobre aumentó de modo significativo hacia fines de febrero, con cotizaciones por sobre US\$ 1,50 la libra. Este aumento se sustenta en la fortaleza de indicadores de actividad de las principales economías consumidoras, en particular en los sectores industrial y construcción, actividad que no se ha reflejado en anuncios de incrementos de producción. Se estima que los inventarios, tanto privados como en bolsa, continuarán reduciéndose, en un contexto donde el déficit de oferta estimado para el 2005 es de 200 mil toneladas métricas.

En línea con los indicadores de actividad e inflación publicados en las últimas semanas, los mercados financieros desarrollados han presentado un repunte en las tasas de interés de largo plazo. Así, el rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América alcanzó a 4,40% a inicios de marzo. El rendimiento del bono a diez años en euros también aumentó (3,75%), siguiendo el comportamiento de las tasas en dólares. Por otro lado, el dólar muestra alguna depreciación, revirtiendo parte del fortalecimiento exhibido en enero pasado. Ello puede asociarse en parte al nerviosismo que generaron anuncios de bancos centrales de Asia, sobre su interés en invertir en monedas distintas del dólar en el mediano plazo, que refleja

su persistente preocupación respecto del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos de América.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal mantiene su política de aumentos graduales en la tasa de fondos federales. Así, el mercado espera incrementos de 25 puntos base en cada una de las próximas dos reuniones (marzo y mayo). Hacia la segunda mitad del año, el mercado ha incorporado una mayor rapidez en el proceso de normalización de tasas de interés, como respuesta al dinamismo exhibido por la actividad y algunos temores de mayores presiones inflacionarias. Estos anuncios apuntan a un compromiso más fuerte por parte de la Reserva Federal con una inflación baja, sugieren que la autoridad monetaria tendría menos espacio para postergar incrementos de tasas de interés. En la zona euro, en tanto, la debilidad de la actividad y una inflación en torno al objetivo, indican que el proceso de normalización de tasas de interés no se iniciaría antes del cuarto trimestre del 2005.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas. Pese al reciente aumento de las tasas de interés de largo plazo, se ha mantenido una tendencia a la baja en los premios soberanos. Ésta se ha reflejado en flujos asociados a inversión de cartera en estos mercados que se muestran favorables, junto con mejores perspectivas y clasificaciones de riesgo de estas economías. En línea con ello, la disposición de los agentes por invertir en estos mercados se ha mantenido positiva. Por otra parte, Argentina ha finalizado exitosamente el canje de deuda en mora, cuya aceptación superaría el 70%, constituyéndose en un importante paso en el proceso de normalización y ajuste de esta economía.

1.1.2. Mercados financieros

Tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile

Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de Chile (BCU) han continuado disminuyendo desde la reunión de febrero, hasta 2,1% y 2,7% a cinco y diez años, respectivamente. La trayectoria de estas tasas de interés se ha atribuido a la reducción del stock de instrumentos públicos de renta fija en UF y a las mayores expectativas de inflación.

Las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) de mediano plazo (dos y cinco años) aumentaron en 4,4% y 5,1%, respectivamente, mientras que a diez años se han mantenido en 5,9%. Las tasas de interés de los PDBC, permanecieron por sobre la tasa de política monetaria (± 25 puntos base) incorporando la normalización esperada de la política monetaria.

Al igual que las tasas de interés de los documentos nominales, las expectativas de inflación han aumentado. La compensación inflacionaria implícita en los bonos

nominales se ubica ± 30 puntos base por sobre los niveles prevalecientes la reunión anterior, situándose entre 2,5% y 3,1%. Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,5% y 2,7% a uno y dos años plazo, respectivamente (± 10 puntos base respecto de la anterior reunión). La encuesta de expectativas de marzo indica que a un año plazo la inflación esperada aumenta a 2,7% (+0,1pp) y a dos años se mantiene en 3%.

Las expectativas sobre la tasa de política monetaria, que se deducen de la curva forward, tuvieron un reordenamiento tras el alza de la tasa de política monetaria en febrero. De este modo, se estima que en el corto plazo la velocidad de incremento de la tasa de política monetaria será superior a la prevista, aumento que se compensa con un incremento más lento en el mediano plazo. Así, el mercado espera un aumento de la tasa de política monetaria de 60 puntos base a mayo, con un total de 100 puntos base en los próximos seis meses y de otros 70 puntos base en los seis meses siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para la reunión de febrero, la trayectoria de la curva actual da cuenta de un incremento mayor a diciembre de este año (4,0% en febrero comparado con 4,2% en marzo) y a diciembre del 2006 (5,1% en febrero comparado con 5,3% en marzo). La encuesta de expectativas de marzo considera un aumento algo menor para la tasa de política monetaria. Para la reunión de marzo no se anticipa cambio en la tasa de política monetaria, mientras que a dos meses plazo se espera un aumento de 25 puntos base, llegando a 3,75% para fines de año.

Agregados monetarios

En febrero, los agregados monetarios mostraron estabilidad en sus tasas de crecimiento anual: 23% para el M1A, 22% para el M2A y 10% para el M7. Por componentes se observó una compensación entre el aumento del incremento anual de los depósitos a plazo (22%) y la caída de las letras de crédito hipotecario (-8%) y de los documentos del Banco Central de Chile (-12%). Esto fue reflejo de la cartera de inversiones de las AFP, que además aumentaron sus inversiones en activos del exterior. A febrero, los agregados menos amplios presentan un leve rebote de su velocidad.

Los datos provisorios de febrero indican que la deuda bancaria creció, por segundo mes consecutivo, en torno a 15% anual. Los créditos a personas mantienen tasas de crecimiento anual del orden de 22%, con lo que su velocidad se incrementa respecto de enero. Los resultados de la encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de febrero señalan, por el lado de la oferta que enfrentaron los hogares, un escenario en que las condiciones de crédito fueron menos restrictivas respecto del trimestre anterior —por la competencia bancaria más agresiva en este mercado—. Por el lado de la demanda, se apreció un fortalecimiento debido al interés de las personas por

seguir sustituyendo el financiamiento con otras fuentes, junto con mejores condiciones de ingreso de los tomadores de crédito. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo se situó en 26,8% en febrero, 140 puntos base más que en enero. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF presentaron evoluciones mixtas dependiendo de la tasa de emisión. Aquellas con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,7% en febrero, cifra inferior a la de los meses previos, mientras las con tasa nominal entre 5% y 6% al promediar 4,5% confirman una trayectoria creciente.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de las empresas habría alcanzado a 12% en febrero, con una aceleración respecto de los meses previos, la que obedeció al incremento de los créditos de comercio exterior. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue 8,8% en febrero, 60 puntos base por sobre el nivel del mes anterior. Las tasas prime para estas operaciones se han movido conforme a los aumentos de la tasa de política monetaria, aunque con algún rezago. De acuerdo con la encuesta del Banco Central de Chile sobre el crédito bancario, la oferta de crédito destinado a las empresas continuaría expandiéndose. Ello se refleja en un mayor tamaño de las líneas de crédito y en la extensión de los plazos de los créditos otorgados. También existe una percepción de mayor dinamismo en la demanda de las empresas por créditos, la que es atribuida a mayores necesidades de capital de trabajo y al desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.

Bolsa

Desde la última reunión, el IPSA registró importantes incrementos, alcanzando niveles superiores a 1.900. Ello significa que desde ese momento a la fecha, el IPSA aumentó 5,7% medido en pesos y 3,3% en dólares. La evolución de la bolsa local se vinculó a la entrega de los resultados del cuarto trimestre del 2004 por parte de las empresas que reportan FECU y al buen desempeño de las acciones del sector eléctrico y commodities.

Coherentemente con la estacionalidad propia de las transacciones en los meses de verano, los volúmenes transados durante febrero alcanzaron a \$ 24.800 millones diarios en promedio, monto inferior en 40% al de enero. No obstante, comparados con igual mes del año pasado, se observa un aumento de 17%.

Las bolsas de Estados Unidos de América se vieron afectadas negativamente, luego de que el presidente de la Reserva Federal insinuara que las alzas de las tasas de interés podrían ser mayores que las esperadas. No obstante, en los últimos días, conforme con los buenos indicadores económicos dados a conocer, lograron revertir los malos resultados, creciendo 1,3% el Nasdaq y 1,7% el Dow Jones, desde la reunión de febrero a la fecha.

Tipo de cambio

El tipo de cambio se ha caracterizado por no tener una tendencia definida, lo que no se puede vincular a la evolución del diferencial de tasas de interés ni a los determinantes del tipo de cambio real de largo plazo. Así, desde la última reunión a la fecha el peso presentó movimientos mixtos, cotizándose actualmente algo por sobre \$ 585 por dólar. La evolución estuvo marcada por una apreciación durante gran parte del período, que fue más que compensada en los primeros días de marzo. Con ello la variación del peso respecto del dólar fue de 1,4%.

El movimiento del peso se vio influenciado, en lo más reciente, por el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y la depreciación de las monedas latinoamericanas. Con todo, el peso presentó una ligera depreciación frente a una canasta de monedas: 2,1% y 2,6% para el TCM y el TCM-5. Si se extrae la zona dólar de la canasta, la variación alcanza a 2,5%.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de marzo señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 0,6% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3,2% en dos años plazo.

El TCR de febrero se situó en torno a 99, lo que significa una variación nula respecto de enero. Por su parte, el TCR-5 disminuyó 0,4%. El valor del tipo de cambio real estimado para marzo se ubica en 101,3, valor ligeramente superior al de los últimos tres meses (± 99).

El diferencial entre tasas de interés nominales internas y externas disminuyó 16 puntos base, movimiento que sólo fue coherente con la evolución más reciente del peso. Por su parte, el diferencial de tasas reales disminuyó 23 puntos base.

1.1.3. Demanda y cuentas externas

Consumo y existencias

La masa salarial aumentó 2,4% en diciembre—incremento explicado por el dinamismo del empleo—, revirtiendo en parte la caída del trimestre anterior. En febrero, las expectativas de los consumidores se mantuvieron estables respecto del mes anterior (52,8% según el Índice de Percepción Económica de Adimark), manteniéndose por segundo mes consecutivo por sobre el rango considerado optimista.

Los indicadores parciales de consumo de febrero —en sus componentes durable y no durable— continúan con la tendencia de los últimos meses del 2004, con una menor aceleración respecto de meses previos, pero todavía con altos niveles de crecimiento para todos sus componentes.

En cuanto a las existencias, la información conocida de la encuesta de inventarios del Banco Central de Chile, con datos a diciembre, mostró una desacumulación en comercio que no fue compensada con la acumulación registrada en industria y minería.

De acuerdo con el Indicador Mensual de Confianza Empresarial de febrero, todos los sectores económicos acumulan existencias por sobre lo deseado. En particular, el comercio alcanza un valor máximo, la industria aumenta levemente y la minería permanece estable. Lo anterior se da en un marco de expectativas optimistas en todos los sectores respecto de la situación general del negocio.

Formación bruta de capital fijo

En febrero, las expectativas empresariales medidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial mejoraron desde el mes anterior. Aún cuando entre sectores el comportamiento fue disímil —construcción y comercio disminuyeron—, todos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El aumento del Indicador Mensual de Confianza Empresarial se asocia principalmente con la minería —por mejores perspectivas de precios y producción—, que luego de cuatro meses vuelve a retomar el liderazgo del índice.

La formación bruta de capital fijo del primer trimestre del 2005 ha sido más dinámica de lo anticipado por el mayor aumento del componente de maquinarias y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—, lo que es coherente con las mayores internaciones de bienes de capital —95% de maquinaria y equipos— de los primeros meses del año. Por otro lado, continúa destacando el crecimiento del componente construcción y obras de ingeniería —51% de la formación bruta de capital fijo— respecto de trimestres anteriores.

Política fiscal

En diciembre, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 2,5% del PIB, explicado por un menor crecimiento de los ingresos presupuestarios (18,4%), junto con un mayor incremento de los gastos presupuestarios respecto del mes anterior (3,6%). Entre los ingresos siguen destacando los tributarios (11%) y cobre bruto (462%), que aportan 19,5 puntos porcentuales del crecimiento. La inversión pública aumentó levemente su crecimiento en relación con noviembre (7,9%), por el mayor crecimiento de las transferencias de capital.

Destaca un mayor incremento real de los gastos presupuestarios, aún cuando se dio cumplimiento a la regla de superávit estructural, producto de la baja inflación respecto de la presupuestada (1,1% efectiva versus 1,7% proyectada).

Por último, el balance global del Gobierno Central alcanzó un superávit de 2,2% del PIB en el 2004, compatible con la meta de superávit estructural de 1% del PIB y sustancialmente mayor a lo considerado en la Ley de Presupuestos para el año (0,1% del PIB). El superávit global alcanzado se explica por el mejor entorno internacional —reflejado en un alto precio del cobre y bajas tasas de interés internacionales— y las buenas condiciones internas, que generaron un importante incremento del ingreso del sector público, todo lo cual se mantuvo en un contexto de cumplimiento de la regla fiscal.

Sector externo

Para el cuarto trimestre del 2004, las exportaciones e importaciones cerraron sin cambios respecto de lo esperado (US\$ 8.700 y US\$ 7.110 millones, respectivamente). En febrero, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.566 y US\$ 2.168 millones, lo que representa crecimientos anuales de 15,1% y 39,3% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. En ambos casos, continúan destacando los altos valores alcanzados.

1.1.4. Actividad y empleo

Actividad económica

De acuerdo con los antecedentes disponibles relativos a la actualización de cifras de Cuentas Nacionales, se estima que el incremento del PIB en los años 2003 y 2004 llegó a 3,7% y 6,1%, respectivamente.

En enero, la tasa de crecimiento de la actividad llegó a 6,2%. La menor tasa de expansión anual respecto de meses previos se explicó en parte por el menor crecimiento del sector industrial. Ésta creció a tasas inferiores a las de meses previos, sin que existan antecedentes que indiquen que se trata de un fenómeno generalizado. En particular, el número de ramas industriales que anotan tasas de crecimiento anual por sobre 5% no sufrió cambios relevantes respecto de meses anteriores. Al mismo tiempo, el análisis de la distribución del crecimiento de las distintas ramas de la industria muestra que el número de ellas con caídas superiores a 10% es anormalmente alto, sin que se aprecie un cambio significativo en el resto de la distribución. Por lo demás, la irregularidad en las cifras de enero y febrero es mayor que la de otros meses del año, debido al efecto que tiene el período en que las empresas toman sus vacaciones.

Por sectores, la producción de las ramas asociadas al sector exportador creció 0,8% anual, resultado fuertemente influido por el desempeño de sectores específicos. Las ramas ligadas al consumo interno y la inversión tuvieron crecimientos anuales en torno a 6%.

En minería, el crecimiento anual de la producción de enero se redujo respecto de meses previos, aunque continuó a tasas por sobre la de la actividad agregada.

Mercado laboral

Según la información reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en enero del 2005, el mercado laboral continuó dinámico. Destacan tanto la alta creación de empleos como el descenso generalizado de las medidas de desempleo, corregidas por estacionalidad.

El empleo nacional continuó con la tendencia creciente del último trimestre del 2004, alcanzando una tasa de crecimiento anual de 3,4%, equivalente a 194 mil puestos de trabajo en el trimestre móvil finalizado en enero, aunque con una menor velocidad de creación de empleos que en meses previos.

Por categoría ocupacional, se mantuvo la formalización de la ocupación de meses recientes, observándose un nuevo aumento en el empleo asalariado desestacionalizado. La mayoría de los puestos asalariados creados fueron en el sector de agricultura, caza y pesca, seguido por comercio y servicios sociales.

Por rama de actividad económica, el empleo ligado a la construcción, que si bien continúa creciendo a tasas altas en doce meses (9,1%), se mantuvo prácticamente inalterado en términos desestacionalizados respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior. La ocupación industrial, por su parte, registró crecimiento nulo (-0,1%) en doce meses y un descenso respecto del trimestre móvil anterior, descontando efectos estacionales. El incremento de la ocupación total se ligó a los sectores de servicios.

La tasa de desempleo nacional se situó en 7,5% (0,1 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales disminuyó a 8,6%. Cabe mencionar que esta dinámica descendente de la tasa de desempleo fue generalizada por género y composición étnica. La fuerza de trabajo, por su parte, creció nuevamente en torno a 3,6% anual respecto del período equivalente del 2004.

Las vacantes de trabajo para febrero, descontando estacionalidad, aumentaron por segundo mes consecutivo, con un crecimiento en doce meses de 2,7%.

La información del Instituto Nacional de Estadísticas sobre horas trabajadas muestra que en el trimestre móvil finalizado en enero ya se aprecia un ajuste coherente con la aplicación de la ley de reducción de jornada. Para los trabajadores ocupados, la reducción de la proporción de personas en el tramo 46-50 horas, respecto del

trimestre móvil finalizado en enero del 2004, fue de 14%, cifra que se incrementa a 19% si se considera sólo a los ocupados asalariados.

1.1.5. Precios y costos

Principales índices de precios

En febrero el IPC tuvo una variación mensual de -0,1%, cifra que fue de -0,3% para el IPCX y 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,2%, mientras el del IPCX se situó en 1,7% y el de IPCX1 en 1,5%.

La inflación del mes estuvo determinada de modo importante por el descenso de la tarifa eléctrica, que provocó una caída de 1,2% en el rubro vivienda. Este factor también fue el principal punto de diferencia respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior. Así, la variación del IPC y del IPCX resultó 0,3 y 0,2 punto porcentual menor, mientras la del IPCX1 –que no incluye tarifas– no tuvo diferencias con respecto a la proyectada. En el IPC también se sumaron diferencias en el rubro de transportes, debido a la evolución del precio del petróleo a lo largo del mes.

Descontados los efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada disminuyó respecto de meses previos. En particular, en el caso del IPCX1, el valor de febrero se ubicó en alrededor de 2%. En todo caso, estas cifras sufren cambios importantes ante la incorporación de nueva información, por lo que no se descarta que la agregación de datos modifique al alza este resultado. Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, continuaron con la gradual alza observada en meses anteriores. En febrero se mantuvo el número de ítems que suben de precio, a la vez que los que se mantienen aumentaron en desmedro de los que bajan de precio.

El índice de precios al productor tuvo una variación anual de 15,2% (15,9% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación anual aumentó a 2% (1,3% el mes anterior).

Márgenes

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles durante febrero, sin una tendencia evidente. Por una parte, los márgenes obtenidos de los productos con correspondencia en el IPCX1 y el índice de precios al productor aumentaron respecto del mes anterior. Esto con incrementos, aunque de distinta magnitud, de sus componentes. Por otra parte, los márgenes de los bienes durables obtenidos del IPCX1 y del Índice de Precios al por Mayor tuvieron un descenso en febrero.

Costos laborales

En enero, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total aumentó a 3,5%, mientras que, si se excluye del índice a los sectores minería, electricidad, gas y agua la tasa de variación registró un 3,0% anual (2,6% el mes anterior). En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de crecimiento anual también aumentó, aunque se mantuvo en valores negativos. Por su parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado, sin electricidad, gas y agua ni minería creció respecto del mes anterior, ubicándose en 0,3%.

1.2. Análisis y comentarios de los antecedentes

El Presidente del Banco Central, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra para comentarios respecto de los antecedentes presentados.

Varios participantes discutieron sobre el precio de los bonos soberanos de las economías emergentes y su relación con los movimientos en los spreads, en particular en lo relativo a cuánto del movimiento del spread chileno es idiosincrático y cuánto viene de la situación internacional. Antecedentes disponibles apuntan a que la mayor parte de las fluctuaciones en los últimos años del spread soberano chileno se debería a factores idiosincráticos y no un factor común global. Sin embargo, también hay estudios que muestran que parte importante se explica por factores globales. En particular, la evolución de los spreads de economías emergentes en los últimos 12 meses tiene un componente asociado a fenómenos globales.

Con relación a otros temas del escenario internacional, se indicó, respecto de la situación de China, que los riesgos hoy día se perciben más reducidos de lo que se estimaba hace algún tiempo atrás, con un consenso que plantea que esta economía muestra alguna desaceleración.

Se discutió también respecto de la evolución reciente del tipo de cambio. Por un lado, se mencionó el incremento de las correlaciones de las monedas de la región, hecho que ha sucedido en Chile y también le ha acontecido al real y al peso mexicano. Por otro lado, se discutió respecto de las tendencias del tipo de cambio real. En ese sentido se señaló que algunas hipótesis que avalarían su nivel actual son el efecto de la flotación, la política fiscal, una posición cíclica aún rezagada y el elevado superávit de cuenta corriente. Se indicó, en particular, que la contraparte de ese superávit en la cuenta corriente es que el tipo de cambio real no se ha apreciado como en otras circunstancias frente al mismo escenario, siendo lo anterior consistente con la regla fiscal que tiende a aumentar el ahorro nacional fuertemente en momentos de mejoramiento de las condiciones externas. Un participante constata que el sector privado no presenta desequilibrios importantes, por lo que no ve razones

para que el tipo de cambio real esté desalineado y deba moverse hacia futuro en una dirección particular.

2. Opciones

El Consejo considera las siguientes opciones de política.

2.1. Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base a 2,75%. En esta decisión se consideró que las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente, que el cierre de las brechas de capacidad seguía progresando y se mantenía un marcado estímulo monetario. El ajuste de la tasa de política monetaria era coherente con la estrategia de normalización pausada del impulso monetario iniciada en septiembre del año pasado y reafirmaba lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, al mismo tiempo que reducía el riesgo de ajustes abruptos en el futuro.

La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que se sigue desarrollando un cuadro macroeconómico similar al previsto en el Informe de Política Monetaria, el que incluye un ritmo de crecimiento de la actividad mayor que el crecimiento potencial y una inflación de tendencia que gradualmente vuelve al rango meta gracias a una normalización pausada de la política monetaria.

En efecto, los últimos antecedentes disponibles confirman que la inflación de tendencia sigue aumentando lentamente, a pesar de los vaivenes que exhibe la inflación mensual, los que se explican por cambios en las tarifas reguladas. A su vez, las distintas medidas de expectativas de inflación han continuado normalizándose, llegando a cerca de 3% las de mayor plazo, mientras los costos laborales y las remuneraciones también han repuntado levemente. Por su parte, el crecimiento de la actividad y del empleo presentan velocidades de expansión instantánea algo menores que en meses pasados, pero aumentos anuales aún superiores a sus tendencias. Los indicadores de consumo se mantienen robustos, al igual que las expectativas de hogares y empresas. Las mayores diferencias con respecto al escenario base se dan en las importaciones de bienes de capital, que siguen sorprendiendo al no dar muestras de atenuar su marcado dinamismo, y en los precios del cobre y del petróleo, que se han mantenido por encima de lo proyectado, lo que motiva revisiones al alza de sus trayectorias esperadas. También resalta el aumento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América.

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.

Al aumentar su sintonía con el último escenario de proyecciones, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la normalización pausada de la política monetaria aplicada desde septiembre pasado. El escenario alternativo de persistencia en las noticias positivas de actividad, por encima del escenario central —que se discutió en el último par de meses y que podría justificar un leve aumento del ritmo de normalización—, parece ahora algo menos probable. En el otro extremo, las novedades tampoco apoyan la idea de reducir el ritmo de normalización. De hecho, la inflación continúa un curso como el previsto, en un escenario que incluye una gradual normalización de la política monetaria.

Como se ha discutido en otras oportunidades, en el proceso 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 de los ajustes. En este marco, luego de dos aumentos consecutivos de la tasa de política monetaria, es posible justificar mantener la tasa de política monetaria. La ausencia de novedades mayores en la trayectoria de la inflación y de la actividad apoya esta alternativa, al igual que la moderación del rápido crecimiento que exhibían algunos indicadores de actividad y empleo al terminar el cuarto trimestre del 2004. El hecho de que los costos laborales continúen dentro de una trayectoria acotada igualmente sugiere que se puede realizar una pausa. Finalmente, el riesgo de que tres alzas sucesivas se interpreten como un aumento del ritmo de normalización por encima del que se ha considerado como adecuado para el escenario más probable, es un último argumento a favor de esta opción.

Por otra parte, es posible justificar un aumento de la tasa de política monetaria si se pondera más el riesgo de que persistan los mayores precios del petróleo y del cobre, con presiones de costo directas del primero y un posible panorama de mayor actividad del segundo. A esto se suma el vigor que muestran las importaciones de bienes de capital, que pueden señalar un ciclo expansivo de la economía más pronunciado. Sin embargo, considerando que la inflación actualmente se ubica cerca del piso del rango meta, se puede argumentar que no es necesario tomar acciones preventivas ante riesgos que aún no se materializan y cuyos efectos cuantitativos sobre la inflación dependen críticamente de sus consecuencias sobre terceras variables, incluyendo el tipo de cambio, el PIB efectivo y el potencial.

En esa línea también es posible justificar un aumento de la tasa de política monetaria en esta reunión considerando que la política monetaria continúa siendo

considerablemente expansiva a pesar de los ajustes ya realizados. Por ejemplo, las tasas reajustables a cinco y diez años han disminuido cerca de 60 puntos base desde fines de diciembre, mientras la compensación inflacionaria ha aumentado entre 50 puntos base y 80 puntos base, según el plazo, desde comienzos de enero. Con todo, cabe destacar que durante el último mes la curva forward sí ha mostrado un desplazamiento acotado, cercano a 25 puntos base para el horizonte de política.

Finalmente, cabe destacar que para esta reunión la mayoría de las encuestas indican que poco más de la mitad de los agentes interrogados no espera cambios de la tasa de política monetaria, por lo que la mantención no debería tener consecuencias mayores sobre los precios de los activos y las expectativas futuras de política monetaria.

2.2 Análisis y discusión de las opciones

Varios participantes manifestaron consideraciones respecto de la normalización pausada de la política monetaria. Se indicó que se debe conjugar la decisión del aumento de la tasa de política monetaria, por razones más bien tácticas, con las noticias de inflación que se conocen mes a mes. Se mencionó, en este sentido, que las alzas de tasas de los últimos dos meses se hicieron frente a inflaciones negativas, lo que es una señal clara de que el Banco se preocupa de la inflación futura y no de la inflación mes a mes, más allá de las indicaciones que ésta entrega sobre la inflación futura.

Otro participante reafirmó que los shocks de oferta no deberían generar los mismos efectos sobre decisiones de política económica que los shocks de demanda. En ese sentido, no es evidente que una aceleración de inflación provocada por un aumento del precio del petróleo debiera apurar un aumento de la tasa de la política monetaria de la misma manera que si hubiera un aumento de inflación por razones de demanda agregada.

Algunos participantes hicieron comentarios sobre el grado de incertidumbre en que se toman las decisiones de política monetaria. Un participante señala que se han ido consolidando hipótesis básicas que sustentan el análisis que no han sido adecuadamente probadas, por lo que estima que hay que ir mes a mes analizando los datos con el propósito de ver si efectivamente los movimientos de variables claves forman un cuadro que requiera o no de revisión. Otro participante señaló que los modelos con los cuales se desarrollan las proyecciones son siempre una conjetura, pero constituyen una conjetura bien fundada. Esto es, representan un resumen, una síntesis de formas y mecanismos de transmisión y efectos de política que, de alguna manera, recoge de modo importante la discusión que se presenta en esta ocasión. Otro participante destacó que estas incertidumbres son comunes en todos de los bancos centrales y requieren evaluarse de manera permanente.

Varios participantes comentaron acerca del real grado de expansividad de la política monetaria actual. Se señaló que la economía sigue comportándose bien, y que si continúa el crecimiento en la forma actual, que es muy distinto comparado al de hace dos años atrás, no cabe duda que la tasa neutral en Chile está por encima del nivel actual de la tasa de política monetaria. Ahora bien, la pregunta sobre cuánto mayor es la tasa neutral que la actual, es algo que debe irse analizando en el camino. Otro participante agregó que, aunque se tiene la noción de que las actuales tasas son las menores históricamente, existen elementos distintos a los observados en periodos anteriores, como la existencia de la flotación y un ambiente de bajas tasas de interés en el mundo. Ambos elementos apuntan a un posible cambio estructural, del que se desconoce su duración, pero que genera un ambiente general en el mundo de tasas de interés más bajas. Otro participante puntualizó, como punto de referencia, que los mercados esperan que la tasa norteamericana se encuentre a fines del 2005 cerca de 4%, lo que es sustancialmente mayor respecto de los niveles que tiene la tasa chilena actual, y que no ve razones para que nuestra tasa esté sistemáticamente alejada de niveles como ese.

Varios participantes comentaron que, pese a las incertidumbres, es un hecho que las brechas de capacidad se están reduciendo. Esto debido a que, a pesar del crecimiento récord que está experimentando la formación bruta de capital fijo y que las proyecciones disponibles indican que se va a llegar este año a una tasa de formación bruta de capital fijo elevada, ello tiene un efecto relativamente reducido sobre el crecimiento potencial.

El Presidente del Banco Central de Chile, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

Varios Consejeros señalaron que la expansión económica y la inflación siguen un curso compatible con el presentado en el último IPoM. Las noticias inflacionarias de este mes están dentro de los rangos previstos, asimismo tampoco ha habido novedades importantes en materia de cierre de brechas ni evolución de costos y márgenes. En particular, un Consejero resaltó que las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguen dando cuenta de una convergencia gradual al objetivo de política, con registros puntuales más bien cercanos al piso del rango meta, y que las últimas novedades provenientes de los márgenes y costos laborales unitarios no introducen presiones inflacionarias adicionales. Otro Consejero apuntó a que en el lado del gasto sigue sorprendiendo el alto dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y en el lado de los costos la evolución del precio del petróleo y del tipo de cambio debiera afectar la volatilidad de la inflación efectiva.

A partir de esto, varios Consejeros concordaron en que la economía se consolida dentro del escenario central del IPoM que considera una reducción gradual y

pausada del pronunciado estímulo monetario para aumentar la probabilidad que la inflación se sitúe en torno al 3% hacia el final del horizonte de proyección habitual de ocho trimestres. De este modo, la mantención de esta estrategia es compatible con mantener la tasa de política en esta ocasión.

Un Consejero señaló que continúa habiendo consenso en torno a la necesidad de normalizar la TPM, se percibe que la estrategia de normalización pausada todavía es la más apropiada para transitar hacia niveles más neutrales, y que los aspectos tácticos son nuevamente importantes para orientar las decisiones de política. En este último aspecto, apuntó que una cuestión importante discutida en la reunión de febrero fue la necesidad de dar la señal al mercado que la estrategia de normalización “pausada”, en ningún caso estaba asociada a una regla mecánica, que se entendía como un alza de 25 puntos base mes por medio. Esta consideración también es válida para la reunión de hoy, lo que permite reiterar que la oportunidad y magnitud de los movimientos se evaluarán reunión tras reunión, para tomar decisiones lo más fundamentadas posibles. A este respecto otro Consejero acotó que la mantención permite esperar por más información para hacer compatibles el panorama de crecimiento con la meta inflacionaria en el horizonte habitual de política.

3. Acuerdo

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen en el mismo nivel.