

Reunión de Política Monetaria

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la Sesión de Política Monetaria N° 61 celebrada el 15 de abril de 2004

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.

Asisten también 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 Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; 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 Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo, y Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta los principales antecedentes para la reunión.

1.1. Antecedentes para la Reunión de Política Monetaria

Síntesis del mes

Luego de la debilidad mostrada por la actividad interna en enero, los antecedentes disponibles para febrero y marzo indican que la actividad y el gasto habrían retomado ritmos de crecimiento acordes con el escenario previsto hace tres meses. Mientras la producción y las ventas industriales anotaron en febrero tasas de crecimiento relevantes, las importaciones de marzo aumentaron las perspectivas de crecimiento

de la formación bruta de capital fijo para el primer trimestre. Solo en la minería se aprecia una trayectoria de actividad menor que la prevista. Con relación a la inflación, la variación del IPCX1 estuvo por sobre lo esperado en marzo, lo que en algo compensa las sorpresas de meses previos. Los antecedentes relativos a costos y precios, acumulados en los dos trimestres más recientes, llevan a evaluar que los márgenes presentan niveles relativamente descomprimidos, lo que indicaría que la persistencia de inflaciones subyacentes reducidas será algo mayor que lo previsto. En todo caso, ello no ha llevado a alterar de manera significativa las proyecciones de inflación anual del IPC para el corto plazo, debido al impacto del mayor precio de los combustibles en pesos.

El entorno externo que enfrenta la economía chilena continúa siendo positivo, pero sin mostrar ya mejoras sustantivas adicionales a las observadas durante febrero y marzo. En particular, el precio del cobre ha dejado de escalar, ubicándose por debajo de US\$ 1,4 por libra, manteniéndose además la proyección para este año de un precio promedio de entre US\$ 1,2 y US\$ 1,3 para el año 2004 y el año 2005. En términos de crecimiento, tampoco se aprecian cambios respecto a lo evaluado un mes atrás, aunque las mejores noticias del mercado laboral y la actividad industrial han consolidado el escenario central para Estados Unidos de América. Las tasas de interés externas de largo plazo han reflejado este panorama con incrementos significativos desde el mes pasado. No obstante lo anterior, no se aprecia un adelantamiento relevante del momento en que se iniciaría un ciclo de alzas de tasas en Estados Unidos de América, siendo algo menos probable un relajamiento adicional en Europa.

Cuotas de incertidumbre han provisto los atentados terroristas en Madrid y la mayor inestabilidad en Irak. El anterior es uno de los aspectos que han mantenido el precio del petróleo por sobre los valores previstos hace un tiempo, lo que lleva a modificar el precio promedio esperado para este año hasta cerca de US\$ 30 por barril. En el entorno regional, las monedas y las bolsas han presentado tendencias mixtas, siendo lo más destacable la incertidumbre respecto a la política de exportación de gas de Argentina y el tono del debate político en Brasil.

En Chile, las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio han mostrado una reacción leve frente al conjunto de sucesos en la economía externa e interna. Las tasas de interés de largo plazo continúan en niveles muy reducidos, sin reflejar de manera sustantiva el incremento de las tasas en el exterior ni las mejores perspectivas para la actividad interna en el corto plazo, mientras que el peso mostró una tendencia a la apreciación luego de alcanzar niveles por sobre 620 pesos, pero manteniendo en lo que va de abril un valor promedio similar al de marzo. Lo más notorio en el mercado financiero nacional ha sido la consolidación de menores tasas de interés de colocación, en particular de créditos de consumo, fenómeno que con la información

disponible a la fecha parece estar continuando en abril. Además, el crédito de consumo parece no disminuir su ritmo de crecimiento. Por el lado del crédito corporativo, a la trayectoria plana de las colocaciones bancarias se contraponen el repunte de las colocaciones de bonos, las que en marzo han vuelto a promedios coherentes, si no superiores, a los observados durante el año pasado.

La actividad del mes de febrero más que compensó el menor dinamismo que reveló la información de enero. En efecto, la actividad industrial mostró un crecimiento muy por encima de lo esperado, el que sólo en parte puede atribuirse a corrección de irregularidades estacionales. En su conjunto, se puede apreciar que las novedades se dieron básicamente en rubros exportadores o vinculados a la actividad exportadora. La actividad minera, por el contrario, ha vuelto a corregirse a la baja, debido a fenómenos que sólo en parte se estiman como transitorios. Por el lado del gasto interno, lo central ha sido el repunte de las importaciones de bienes de capital y su incidencia en el crecimiento de la formación bruta para el primer trimestre, el que ahora se estima algo por debajo de 6% anual. Otros antecedentes favorables para la inversión a futuro es el repunte de las expectativas empresariales.

El consumo continúa en una tendencia de crecimiento, lo que se aprecia en la trayectoria de las importaciones y las ventas del comercio minorista. Las expectativas de los hogares reflejaron un menor optimismo en la última medición, probablemente por el incremento del precio de los combustibles y las turbulencias noticiosas provenientes del exterior. Aunque en el mercado laboral el empleo no ha crecido tanto como el año pasado, la ocupación ha continuado aumentando de forma moderada y las vacantes revirtieron una fracción de su caída previa. En su conjunto, la información disponible no permite anticipar un menor empuje por el lado de los consumidores respecto de lo previsto.

En cuanto a las presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral, aunque las remuneraciones nominales aparentemente están creciendo por sobre lo que señalarían las cláusulas de indización automática, no se estima que estén presionando los costos. En primer lugar, este ritmo de crecimiento compensa cifras de expansión de los salarios nominales durante el primer semestre del año pasado que no reflejaron el repunte inflacionario del primer semestre. En segundo lugar, la productividad del trabajo continúa recuperándose, principalmente en el sector industrial, lo que acota el incremento de los costos laborales unitarios.

Otro elemento que ha estado presente en la discusión respecto a las presiones inflacionarias subyacentes que son esperables en el corto plazo son los márgenes entre precios y costos. La evidencia más reciente muestra una expansión significativa de los márgenes aplicados sobre bienes durables en los últimos dos trimestres, gracias al efecto de la apreciación del peso. Por otro lado, los márgenes operacionales

del comercio minorista también revelan un repunte, salvo el caso particular de la principal cadena de supermercados. En su conjunto, no se aprecia entonces que exista una discrepancia significativa entre el nivel de márgenes observados en la actualidad y el nivel correspondiente al largo plazo. Con ello, se modera en algunas décimas el panorama inflacionario mensual del IPCX1 para el segundo y tercer trimestre. La inflación anual del IPC hacia mediados de este año se mantiene en registros similares o quizá algo superiores a los previstos en enero, debido a la incidencia del mayor precio de los combustibles. El cambio tarifario más relevante en términos inflacionarios es el de la telefonía, cuya magnitud efectiva se conocerá recién en mayo. Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación de mediano plazo no reflejaron con intensidad la cifra de inflación de marzo, y siguen ubicándose en torno al 2%.

1.1.1. Escenario internacional

Durante marzo se mantuvo el positivo escenario internacional que enfrenta la economía chilena, con una actividad mundial dinámica, un alto precio del cobre y condiciones financieras externas favorables. No obstante, han vuelto a tomar preponderancia escenarios de riesgo que en algún momento parecieron más atenuados, en particular relacionados con los atentados terroristas en Europa, la tensión en Medio Oriente y el alto precio del petróleo.

Las proyecciones de crecimiento mundial, para el año 2004 y el año 2005, no tuvieron cambios durante el último mes. Por zona geográfica, destacó el dinamismo de la economía japonesa, que compensó el de la zona euro, que se encuentra más rezagado respecto del resto del mundo.

En Estados Unidos de América, se mantiene el crecimiento esperado para este año, cifra que se ha consolidado por indicadores de coyuntura recientes, principalmente de actividad manufacturera y del mercado laboral. En la zona euro, los datos recientes de confianza empresarial son menos positivos, reflejo de la preocupación por el impacto que pudiera tener la apreciación del euro sobre el crecimiento, y por una demanda interna que no muestra signos de recuperación. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, traducido en un fuerte dinamismo de la actividad industrial, que lentamente ha comenzado a reflejarse en la demanda interna. La información del PIB del cuarto trimestre del 2003, así como buenos indicadores de consumo en los primeros dos meses del 2004, contribuyen a afianzar estas perspectivas.

Durante marzo, el precio del cobre promedió US\$ 1,37 la libra, aunque con bastante volatilidad en la primera quincena, asociada principalmente a la participación activa de Hedge Funds. La evolución de este precio desde fines del 2003 ha estado explicada por: (1) la mayor actividad mundial, liderada por los principales consumidores

de cobre: China, Estados Unidos de América y, más recientemente, Japón; (2) un aumento de la producción mundial del metal que sería menor al anticipado, y que ha agrandado de manera significativa el déficit de oferta estimado para el año 2004. Ambos factores han provocado una caída sostenida en los inventarios de cobre que, en las tres principales bolsas del mundo, alcanza al 40% desde diciembre pasado y al 17% en el último mes. Considerado lo anterior, los fundamentos de este mercado apoyan una proyección para el precio del cobre en el año 2004 y el año 2005 de US\$ 1,28 y US\$ 1,22, respectivamente, ambas cifras sustancialmente más altas que las contempladas en el Informe de Política Monetaria de enero. La trayectoria, sin embargo, sería decreciente hacia el año 2005, considerando el desarrollo de nuevas inversiones y la reapertura de yacimientos.

Durante marzo, el petróleo promedió un precio en torno a US\$ 34 el barril Brent, con valores en los primeros días de abril que oscilan alrededor de US\$ 32. Estos altos precios se explican por una demanda superior a la esperada de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), inventarios históricamente bajos, el reducido espacio para incrementar la oferta de crudo y las presiones de algunos miembros de la OPEP para aumentar el techo de la banda, por la depreciación del dólar. Aunque a futuro se sigue esperando una caída gradual en el precio, los factores antes mencionados validan una importante revisión al alza respecto del Informe de enero: US\$ 29,7 y US\$ 27 el barril para el año 2004 y el año 2005, respectivamente.

Durante el último mes, los mercados financieros de los países desarrollados han mostrado una importante volatilidad. Las tasas de interés de largo plazo, tanto en Estados Unidos de América como en Europa, luego de fuertes caídas a raíz de los atentados en España, recuperaron niveles, apoyadas por datos del sector real de Estados Unidos de América, ubicándose actualmente en valores cercanos al 4,2% en Estados Unidos de América y el 4,1% en Europa.

Durante el último mes, el dólar siguió una trayectoria de apreciación en los mercados internacionales. Esta se apoyó en las mejores expectativas de crecimiento de Estados Unidos de América en comparación con la zona euro, junto con un déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de América que mostró alguna mejora en el cuarto trimestre del año 2003. El yen, se apreció cerca del 5% respecto del dólar desde la reunión pasada, asociado a rumores de menores intervenciones del Banco de Japón en el mercado cambiario.

Respecto de las tasas de interés de política, no se esperan movimientos en el futuro inmediato. En efecto, la Reserva Federal de Estados Unidos de América no iniciaría un ciclo de alzas de tasas sino hasta fines del año 2004, por cuanto, si bien antes podrían generarse condiciones que justificaran un alza de tasas, las elecciones presidenciales

postergarían la decisión hacia el cierre del año. En la zona euro, el recorte a la tasa de política que se esperaba hace algunas semanas actualmente se ve menos probable, gracias a la recuperación de la actividad mundial y a que la apreciación del euro se detuvo, no obstante que la demanda interna en Europa aún se ve muy débil.

Las condiciones financieras de las economías emergentes se han mantenido relativamente estables, pese a que el alza reciente de las tasas de interés de largo plazo en países desarrollados no ha sido completamente compensada por las reducciones de los márgenes soberanos que muestra la generalidad de las economías. Las bolsas y las paridades han mostrado trayectorias mixtas. En Brasil, se mantiene el ruido político asociado a los escándalos de corrupción y las discrepancias respecto del ritmo apropiado de relajamiento monetario, al mismo tiempo que las condiciones financieras muestran algún progreso respecto de la reunión pasada. En Argentina, se mantienen dudas respecto de la real voluntad de su Gobierno de reinsertar la economía en los mercados internacionales. Estas se han agravado en los últimos días, ante la decisión de no respetar los contratos de suministro de gas a Chile.

1.1.2. Mercados financieros

En marzo se mantuvieron las condiciones monetarias expansivas de los meses previos. Estas se apreciaron en la trayectoria de las tasas de interés de los instrumentos de renta fija, tanto del Banco Central de Chile como privados, así como en las cobradas en los créditos de consumo, todas ellas con importantes bajas en el mes.

Las expectativas de que se mantenga esta expansividad, medidas por la curva forward, prácticamente no tuvieron cambios en el último mes. Así, se deduce un aumento esperado de la tasa de política monetaria de entre 50 puntos y 75 puntos base en un horizonte de seis a nueve meses. Una trayectoria similar anticipa la encuesta de expectativas de abril del Banco Central de Chile.

Durante el último mes, las tasas de interés de los documentos del Banco Central presentaron una trayectoria en forma de “U”, cayendo a mínimos históricos para luego recuperarse y volver a niveles similares o algo mayores a los prevalecientes en la anterior reunión de política monetaria. Entre los factores que incidieron en esa evolución se encuentran las expectativas de mayor inflación para los próximos meses y los positivos datos de actividad industrial de febrero. Con todo, las tasas de interés de los Pagarés Reajustables del Banco Central se sitúan en 2,3% a cinco años y 3,6% a diez años. Las tasas de interés de los documentos nominales presentan valores en torno al 2,7% y 4,3% a dos y cinco años, respectivamente, y las tasas de interés de los documentos en pesos de menor plazo mantienen la brecha de más de 20 puntos base por debajo de la tasa de política monetaria.

Respecto de las tasas de interés que la banca cobra en sus operaciones con el público, durante marzo continuó el proceso de reducción de tasas de colocación, los que han llegado a superar la reducción reciente de la tasa de política monetaria. Efectivamente, las tasas de interés de los créditos de consumo a más de un año plazo registran descensos de más de 300 puntos base respecto del promedio de febrero.

En marzo, la tasa interna de retorno media de los documentos de renta fija privados fue de 4,3%, equivalente a un descenso promedio del orden de veinte puntos base respecto del promedio de febrero. De la desagregación de la base de transacciones diarias de instrumentos de renta fija de la Bolsa de Comercio de Santiago, se observa que el spread de los bonos corporativos con clasificación AA sobre un Pagaré Reajutable del Banco Central equivalente alcanza a 158 puntos base en marzo, nivel similar al promedio de los dos primeros meses del año. Cabe destacar que en marzo se retomaron las colocaciones de bonos, alcanzando a UF 4 millones, con lo que el acumulado del año llegó a UF 10 millones, equivalente a 10% de lo emitido durante todo el año 2003. Para las letras hipotecarias, en marzo la tasa interna de retorno media se descompone en 4,4% y 5,6%, dependiendo de si la tasa de emisión es menor o mayor que 6%, valores entre 30 puntos y 40 puntos base menores que los del mes anterior y que constituyen mínimos históricos.

En febrero, las colocaciones al sector privado se mantuvieron constantes. Este comportamiento, en general, se repitió en las agregaciones por destino: personas y empresas. La excepción correspondió a los créditos de consumo, que continuaron con el dinamismo de los meses previos. Para marzo, se espera que la dinámica de la deuda del sector privado sea similar a la de febrero.

Respecto de los agregados monetarios, durante marzo, tal como se había anticipado, el dinero presentó una variación nominal en doce meses de 7%. Los agregados más amplios, M2A y M7, mantuvieron las variaciones anuales negativas (-1,1%). Esto sigue siendo explicado por el ajuste de portafolio de las administradoras de fondos de pensiones, y su preferencia hacia inversiones en el exterior en desmedro de instrumentos financieros de renta fija locales.

Tipo de cambio

Desde la anterior reunión, el tipo de cambio ha mostrado importantes oscilaciones, con una cotización que fluctuó entre \$ 600 y \$ 625 por dólar, explicada, en gran medida, por el movimiento del dólar en los mercados internacionales. Con todo, el actual nivel del tipo de cambio (en torno a \$ 600) equivale a una depreciación del orden del 1% respecto de los días previos a la última reunión. Medido respecto de una canasta más amplia de monedas, la depreciación del TCM y del TCM-5 es similar a la del tipo de cambio observado en igual período.

En cuanto a las perspectivas, las cotizaciones de Bloomberg indican que el tipo de cambio se mantendría por los próximos doce meses. La encuesta de expectativas de abril no indica que no se esperan movimientos relevantes del tipo de cambio en el horizonte de un año.

En marzo el tipo de cambio real se depreció 2,6% respecto del mes anterior. De acuerdo con los datos conocidos de abril, su nivel para el mes sería igual al de marzo.

La evolución del diferencial entre tasas de interés internas y externas presenta diferencias en sus dos versiones. Así, mientras el diferencial real se mantuvo constante, el nominal disminuyó como consecuencia del aumento en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos de América.

Bolsas

Una trayectoria volátil han tenido las bolsas desde el cierre de la anterior minuta. Así, luego de caídas importantes tras los atentados en Madrid, en los primeros días de abril estos indicadores se recuperaron. A la fecha, el Dow Jones aumentó 2% y el Nasdaq 5%.

En el mercado bursátil local, a las noticias externas se sumaron las novedades respecto de las tarifas telefónicas y eléctricas, los problemas con el suministro de gas desde Argentina y aumentos del precio de las acciones del sector minorista. Ello implicó que, en relación con la anterior reunión, el IPSA disminuyera 1,6% en pesos y 2,8% en dólares. Dado lo anterior, en lo que va corrido del año, el IPSA acumula una variación de 0,3% en pesos y -0,4% en dólares.

1.1.3. Actividad y empleo

La proyección de crecimiento del PIB para el primer trimestre del año 2004 tuvo una notoria corrección al alza respecto del mes anterior, alineándose con el escenario del Informe de enero. El mejor resultado de la industria en febrero, que predominó sobre el menor dinamismo de la minería, explica este cambio.

Durante febrero, la industria creció por sobre lo esperado, debido a la suma de importantes aumentos de la producción en sectores ligados al mercado externo y la corrección de las irregularidades de enero. Por el contrario, la actividad de la minería tuvo una corrección a la baja en su tasa de crecimiento anual, básicamente concentrada en febrero, debido tanto a fenómenos que se estiman de carácter transitorio como permanente. Para el segundo cuarto del año se proyecta una mantención del ritmo actual de expansión del PIB, gracias a los sectores minería, agricultura, construcción y comercio.

La tasa de crecimiento anual de la demanda interna para el primer trimestre del año también tuvo una importante corrección al alza en el curso del mes, producto de las mayores importaciones estimadas para el período. Este factor también explicó las mejores proyecciones para la formación bruta de capital fijo, a partir de un aumento de las importaciones de bienes de capital. Para el segundo trimestre, se estima que la demanda crecería principalmente por la evolución del consumo privado. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se espera una alza interanual leve, generada por la alta base de comparación de igual período del año 2003.

Consumo y existencias

Los indicadores parciales de consumo, particularmente del componente durable, continúan con una tendencia positiva. Las ventas de este tipo de bienes informadas por la Cámara Nacional de Comercio tuvieron un importante aumento de nivel en el período, al mismo tiempo que las ventas de automóviles recuperaron parte de la caída del último cuarto del año 2003. Similar comportamiento tienen las medidas de consumo habitual (ventas de supermercados, Instituto Nacional de Estadísticas y Cámara Nacional de Comercio) que continúan con una tendencia creciente.

Las expectativas de los consumidores continuaron estables en marzo, pese a ubicarse por sobre las de fines del año 2003. De acuerdo con la información de Adimark, en marzo se observó una leve caída respecto del mes anterior en el indicador de perspectivas económicas, la que fue común a todas las categorías del índice. Medidas alternativas de expectativas del consumidor, como por ejemplo el índice de la Universidad del Desarrollo, indican un importante mejoramiento en la confianza respecto de diciembre recién pasado.

En cuanto a las existencias, los datos recogidos de las Fecu del último trimestre del año 2003 muestran un aumento de los inventarios por tercer trimestre consecutivo. Para el primer trimestre del año, la información sobre inventarios que recoge el índice de confianza empresarial señala menores niveles para el comercio y un incremento para la industria, siendo esto último coherente con la evolución de la razón producción a ventas del sector. Considerando las cifras recientes, en el primer trimestre del año 2004 las existencias mostraron una acumulación respecto del trimestre previo.

Formación bruta de capital

La inversión en maquinaria y equipos tuvo un favorable comportamiento en el mes de marzo. Este se reflejó en un aumento de las importaciones de bienes de capital de dos dígitos. Las ventas industriales de bienes de capital (INE) tuvieron en febrero un aumento del 24% anual, pese a que en tendencia indicaron una caída en el margen.

En cuanto al componente inmobiliario de la inversión, las ventas de viviendas nuevas del primer bimestre del año 2004 muestran un relativo estancamiento en torno a las 900 unidades. Con esto el número de meses necesarios para agotar las existencias llegó a 18.

La rentabilidad de los negocios muestra una relativa estabilidad en el cuarto trimestre del 2003, aunque todavía por debajo de los niveles previos a 1998. En su conjunto, estos antecedentes permiten afirmar el escenario de recuperación de la inversión considerado hace un par de meses, gracias a la gradual convergencia de la formación bruta de capital a sus determinantes.

Política fiscal

En enero, el balance global del Gobierno Central estimado en base caja fue de -1,0% del PIB medido como año móvil. Esto se explicó por una caída de los ingresos reales (1,9% anual) por menores ingresos tributarios, y un aumento de los gastos en términos reales (4,4% anual), consecuencia de mayores prestaciones previsionales.

En términos de promedios móviles trimestrales, tanto los ingresos totales como los tributarios se desaceleraron en relación con el alto nivel alcanzado en el mes de diciembre. El gasto total y con efecto macroeconómico, en cambio, continuó desacelerándose. La inversión pública, por su parte, continuó mostrando un crecimiento superior al 20%, que se mantiene desde el mes de noviembre del año pasado.

Sector externo

En marzo, las exportaciones FOB ascendieron a US\$ 2.952 millones, lo que representó un aumento por sobre el 60% respecto de igual mes del año anterior. Esta situación se explica tanto por los mayores precios (31%) como por un mayor volumen (25%) de exportación. Las importaciones FOB, crecieron cerca del 40%, alcanzando a US\$ 1.967 millones, debido a un crecimiento superior al 35% en los volúmenes, principalmente de bienes intermedios y de consumo.

En el primer trimestre del año, el volumen total de las exportaciones creció por sobre el 11% en términos anuales, cerca de 4 puntos porcentuales por sobre el estimado en la reunión anterior. Parte importante de la corrección se explica por los mayores envíos industriales y mineros. En cuanto a las importaciones, en el primer trimestre el crecimiento del volumen fue del 13% anual (+6 puntos porcentuales respecto de la anterior estimación), con incrementos especialmente importantes en las internaciones de bienes de consumo y de capital.

Respecto del segundo trimestre del año 2004, se estima un incremento levemente superior al 10% para el volumen tanto de las exportaciones como de las importaciones. En las primeras se destaca el aumento esperado en los envíos mineros (15%). En las compras al exterior, el crecimiento anual se concentraría en las internaciones de bienes de consumo (30%) e intermedios (13%).

Para abril, se estima que el valor FOB de ventas y compras al exterior sería cercano a US\$ 2.380 y US\$ 1.560 millones, respectivamente.

Mercado laboral

Según la información del Instituto Nacional de Estadísticas, en el trimestre móvil finalizado en febrero del año 2004 el mercado laboral no tuvo grandes cambios respecto del mes de enero. Descontando los efectos estacionales, en febrero se generaron alrededor de dos mil puestos de trabajo, ligados a sectores secundarios, mayoritariamente agrícolas. La ocupación de sectores primarios no registró cambios relevantes. Cabe destacar la importante disminución de los subsidios a la contratación.

Las vacantes de trabajo, revirtieron parte de la caída del mes anterior, lo que podría indicar la transitoriedad de la información del mes de febrero.

La tasa de desempleo, eliminados factores estacionales, se mantuvo respecto del trimestre precedente. En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años), dicha tasa registró una leve caída en el margen, 0,1 punto porcentual. En cuanto a la participación en el mercado laboral, destacó el aumento marginal de la población femenina por cuarto mes consecutivo.

Por categorías ocupacionales, el empleo de trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados, alrededor del 28% del empleo total, fue el más dinámico en febrero, creando cerca de diez mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil precedente. Por su parte, el empleo de asalariados, 64% del empleo total, prácticamente no varió en términos desestacionalizados.

1.1.4. Precios

En marzo, el IPC tuvo una variación del 0,4%, cifra que fue 0,3% y 0,6% para el IPCX y el IPCX1, respectivamente. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a -0,7%, mientras que el del IPCX se situó en 0,3% y el de IPCX1 en 0,9%.

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 (que excluye algunos productos médicos y de cuidados personales del IPCX1) y las medias podadas del IPC e IPCX continuaron indicando descensos en sus tasas de variación en doce meses. En cuanto al IPCX1, la generalidad de sus medidas mostró un incremento. La mediana

de las variaciones mensuales del IPCX1 aumentó respecto del mes anterior, lo mismo que el incremento mensual desestacionalizado de este índice.

La inflación de marzo respondió a la estacionalidad habitual del mes, pero con una trayectoria del rubro educación por sobre lo previsto, lo que incidió en que la inflación del IPCX1 se ubicara dos décimas por encima de la proyección del mes pasado. El efecto sobre el IPC se vio mitigado por sorpresas en otros rubros, básicamente vivienda, debido esto último a la trayectoria del precio del gas. Los precios de los productos médicos, que en los meses de enero y febrero fueron una fuente de sorpresas, esta vez no tuvieron cambios relevantes.

La evolución reciente de los márgenes de comercialización indica una menor comprensión respecto de períodos previos. Las medidas de márgenes para bienes durables muestran un importante aumento en el último trimestre del año 2003, fenómeno asociado principalmente a la apreciación del peso. En particular, el margen de comercialización para automóviles nuevos a fines del año 2003 era mayor que el promedio de 1999-2002. Medidos respecto de la relación entre precios del IPC e IPM para un subconjunto de precios de bienes durables, se aprecia un aumento importante entre mediados del año 2003 y el primer trimestre del año 2004.

No obstante lo anterior, la información proveniente de las Fecu del cuarto trimestre del año 2003, muestra una evolución contrapuesta entre los márgenes operacionales del comercio y de los supermercados, aunque estos últimos estuvieron afectados por un importante descenso, atribuible a los resultados de una cadena en particular. El comercio, como un todo, aumentó sus márgenes, reflejando los buenos resultados del sector minorista, en particular las grandes tiendas incluidas en esta medición.

Por el lado de los salarios, en el mes de febrero el incremento anual de las remuneraciones nominales continuó disminuyendo. Así, el índice de remuneraciones por hora registró una variación anual del 3,1%, a la vez que el costo de la mano de obra mantuvo su crecimiento en torno al 3,3%.

Pese a lo anterior, la evolución reciente de los salarios señala que la velocidad a la que se están incrementando las remuneraciones no pareciera ser coherente con las habituales cláusulas de indización y otros indicadores. Proyecciones dinámicas de los salarios realizadas desde principios del año 2003 indican que en la actualidad el crecimiento de las remuneraciones debiese ser entre medio punto y un punto porcentual por debajo de lo observado. Sin embargo, estas mismas proyecciones indicaban incrementos salariales mayores a los efectivos para el segundo trimestre del año 2003, por lo que su actual aumento estaría compensando los menores crecimientos del año pasado. En todo caso, se espera que el crecimiento de las remuneraciones continúe disminuyendo en el corto plazo.

La tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios cayó durante febrero. Los costos laborales unitarios medidos a partir del empleo productivo y el costo de la mano de obra también mostraron un descenso de sus tasas de crecimiento anual.

Las expectativas de inflación del sector privado, en general han mostrado una trayectoria más bien al alza, aunque con vaivenes. Así, las que se deducen de la encuesta de las mesas de dinero se sitúan en niveles similares a los prevalecientes en la reunión pasada, 1,8% y 2,45% a uno y dos años, respectivamente. Las inferidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, exhiben niveles por sobre los vigentes hace un mes. A dos años plazo se apreció un aumento desde cifras en torno al 1,5% al cierre de la reunión anterior, hacia valores por sobre el 2% en la actualidad. A cinco años plazo, las expectativas aumentaron desde 1,7% a 2% en igual lapso. Los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación del 2,4% a un año plazo, cifra superior al 2,2% del mes pasado. A dos años plazo, la inflación esperada descendió al 2,9% (3% en marzo).

1.2. Análisis y comentarios

Se hace presente que el incremento del costo del transporte marítimo es un tema que ha generado cierta preocupación en las últimas semanas, señalándose que de acuerdo a la información existente, éste habría aumentado hasta en un 140% en los últimos doce meses. Las razones son bastante claras y dicen relación con un aumento en la demanda de buques y una oferta limitada. El año pasado la demanda por transporte marítimo creció en un 9,5% mientras la flota sólo en un 3,9%. Todo esto no se ha reflejado en un cambio demasiado notorio en el costo de los fletes de nuestras importaciones y exportaciones, pero hay que considerar que hay un rezaño natural entre la negociación de los contratos y la realización de los embarques. Se argumenta que aunque es difícil saber la magnitud del shock que se enfrenta, por ahora se podría suponer que es un 30%, cifra que corresponde a lo que se ha podido recabar en la prensa y en los gremios. Considerando que el promedio de las importaciones que son más importantes para el IPC tienen un componente costo-transporte aproximado del 10%, ello significaría un par de décimas de mayor inflación en el horizonte habitual.

2. Opciones

El Presidente solicita a la División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

2.1. Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. En esta decisión se consideró que se mantenía la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual de política y que los antecedentes del sector real —en particular, mayores términos de intercambio y datos efectivos de enero menos dinámicos que los esperados— eran insuficientes para modificar las proyecciones de crecimiento para el año contenidas en el último Informe de Política Monetaria.

Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:

- Los datos de actividad de febrero, en particular los del sector industrial, y los antecedentes preliminares de marzo dan cuenta de que la actividad del primer trimestre ha vuelto a estar en línea con lo esperado en el Informe, e incluso algo por encima de ese valor. Ello confirma que el menor tono de las cifras conocidas el mes anterior respondía a un componente transitorio. A esto se suma que la minería continúa mostrando registros menores a los previstos, los que tendrían un componente transitorio, y que los antecedentes de inversión muestran en el margen algo de mayor dinamismo. Con todo, los indicadores de expectativas de consumidores han disminuido mientras el mercado laboral no muestra grandes cambios.
- La inflación del mes de marzo estuvo dentro de lo esperado internamente, mientras que la inflación subyacente IPCX1 se ubicó por primera vez en ocho meses por encima de lo previsto (esta vez en cerca de dos décimas).
- Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo han mostrado una trayectoria moderada al alza. Las de más largo plazo, implícitas en diferenciales de tasas de interés, se han ubicado dentro del rango meta.
- Aunque tanto el precio del cobre como el tipo de cambio aumentaron durante las últimas semanas, en lo más reciente ambos han vuelto a niveles comparables con los observados antes de la reunión anterior. El precio del cobre, en todo caso, sigue ubicándose sustancialmente por sobre lo considerado en el Informe de Política Monetaria, mientras el tipo de cambio está aproximadamente 3% más depreciado en términos reales que lo considerado en enero y es comparable al observado antes de la reunión anterior.

- Las condiciones monetarias expansivas se aprecian en varios frentes: en las tasas de interés de créditos bancarios (que han disminuido muy sustancialmente desde enero), en las tasas hipotecarias, en los márgenes de la deuda corporativa interna, en el volumen de crédito de consumo y en las colocaciones de bonos de empresas. Las tasas de interés de largo plazo de los documentos del Banco Central de Chile parecen haber aumentado menos que lo que indicaría la evolución de las tasas externas, las que se han incrementado fuertemente durante los últimos días.

Con los antecedentes revisados, y al igual que en los últimos dos meses, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política en su nivel actual. Esta opción, sin embargo, aparece como algo menos evidente que en reuniones pasadas.

Basándose exclusivamente en los datos de actividad e inflación conocidos desde la última reunión, es difícil argumentar por una reducción de la tasa de interés. En efecto, mientras las perspectivas de un aumento mayor de los términos de intercambio para este año se van consolidando, las cifras efectivas de actividad dan cuenta de un dinamismo mayor que el esperado hace un mes. Aunque los registros efectivos de inflación continúan siendo reducidos, las posibles sorpresas inflacionarias, por lo ocurrido con el IPCX1, fueron de una inflación mayor que la esperada en la última reunión. Este índice, a pesar de haber mostrado una inflación mensual desestacionalizada negativa, fue mayor a lo previsto. A ello se suma la expansividad de las condiciones monetarias que disipan las dudas que pudieron tenerse en los últimos meses respecto del impacto que tendría la caída de la inflación sobre el impulso que mantenía la política monetaria.

No obstante lo anterior, desde una perspectiva de mayor plazo, esto es, considerando el conjunto de datos acumulados desde el último Informe, la información acumulada sí da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes algo menores que lo previsto. Esto se manifiesta en los registros acumulados de inflación subyacente desde enero pasado, en nuevos antecedentes sobre la evolución de los márgenes, los que aparentemente estarían un poco menos comprimidos que lo anticipado, y en una evolución marginalmente más favorable de los costos laborales unitarios. La implicancia precisa de estos antecedentes está en etapa de evaluación junto al proceso de revisión de proyecciones que se realiza para el próximo Informe. Por ahora, la evaluación es que su efecto sería una reducción temporaria de la trayectoria futura de la inflación respecto de la prevista en enero, aunque ésta aún convergería hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Con estos antecedentes se podría argumentar en favor de una reducción de la tasa de interés.

En contra de esta opción, sin embargo, hay algunos elementos que considerar. Primero, los datos más recientes indican que la racha de sorpresas por el lado de la inflación subyacente negativa no continuó en marzo. Segundo, el shock que se

enfrenta es de costos (al momento de realizar esta reunión las cifras de actividad se ven más auspiciosas) y no hay antecedentes que justifiquen pensar que sus efectos sean especialmente persistentes. Además, dados los rezagos habituales con que actúa la política monetaria, un cambio de tasas no tendría efectos considerables sobre la menor trayectoria de inflación de este año. Tercero, las menores presiones acumuladas no son de gran magnitud, lo que permite esperar a tener más datos. Y cuarto, el solo hecho de observar una trayectoria de tasas por debajo de las expectativas que el mercado tenía hace algunos meses refleja una política monetaria más expansiva. Aunque los cambios en la tasa de interés contienen un elemento de señal que puede ser importante en algunas oportunidades, es en principio el nivel de la tasa de interés lo más relevante para la transmisión de la política monetaria.

Los argumentos anteriores suponen un mundo de plena credibilidad. Se podría argumentar entonces que una rebaja de tasas podría ser adecuada para anular eventuales efectos que la reducción de las presiones subyacentes podrían tener en las expectativas de inflación de mayor plazo. Este fue justamente uno de los argumentos tras las rebajas de fines del año pasado. Para que este mecanismo tenga pleno sentido, sin embargo, parece necesario observar una disminución relevante y persistente de las expectativas de inflación y eso no ha ocurrido. Por el contrario, las expectativas se han movido al alza entre 75 puntos y 100 puntos base desde enero, aunque más tímidamente de lo que se podría haber esperado luego de la cifra de inflación de marzo, especialmente en el caso de las expectativas a mayor plazo.

No parece haber justificaciones para aumentar la tasa de interés en esta oportunidad. Si bien los datos más recientes son coherentes con la posibilidad de que se deba iniciar la normalización de la política monetaria en el futuro, las presiones de inflación están suficientemente contenidas como para pensar que, en ausencia de novedades, no es inminente esta modificación.

2.2. Análisis y comentarios de las opciones

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Se indica que si bien la recuperación del crecimiento ha sido robusta, ella también ha sido pausada, sobre todo si se le compara, como se está haciendo cada vez más frecuentemente en la prensa, con otros años en que las condiciones internacionales han sido similares a las que se visualizan hoy en día. En este escenario de crecimiento más pausado, existe la probabilidad de que la trayectoria de inflación continúe por debajo del 3% en todo el horizonte de política. Asimismo, se argumenta que los márgenes internacionales han tendido a la baja en los últimos días, lo cual se suma a que conforme a las proyecciones se verá un superávit comercial considerable, en un ambiente de alta liquidez internacional, por lo que las presiones de costo por el lado cambiario serían virtualmente inexistentes.

Se plantea que desde el año 2000 la inflación subyacente ha estado por debajo del 3% el 75% del tiempo, y arriba de 3% en 25%, lo que puede ser indicativo de tener una tendencia a permanecer por debajo del 3% en el horizonte de política. Además, se señala que el marco de política actual es significativamente diferente al de los años 1988-1989 y de 1995, y se caracteriza por una regla de política monetaria muy ordenada, pero también de una regla de política fiscal de igual tenor, que no considera la posibilidad de inyectar los recursos extra disponibles por el elevado precio del cobre. En ese sentido, se sugiere que es importante considerar que la vulnerabilidad de la regla fiscal es mayor si durante un horizonte durable de tiempo se tiende a observar simultáneamente una inflación por debajo del rango meta y una situación en la cuenta corriente sumamente robusta.

Como forma de contrastar lo anterior, se indica que los supuestos centrales detrás de las proyecciones de corto plazo —que muestran una menor inflación reducida en el futuro cercano— podrían ser algo optimistas.

El Presidente invita a los señores Consejeros a que expresen su opinión respecto del curso de la política monetaria.

Se indica que a pesar de algunos cambios en el escenario externo, las perspectivas de crecimiento del producto interno bruto, el gasto interno y de la formación bruta de capital fijo han vuelto a alinearse con el escenario base del Informe de Política Monetaria. También las curvas de rendimiento internacionales han recuperado parcialmente el perfil previsto en enero pasado. Se manifiesta que al momento de realizar la reunión la inversión se ha visto algo más dinámica, los indicadores de expectativas de consumidores han disminuido aunque continúan en niveles altos y el mercado laboral no muestra grandes cambios y las condiciones monetarias expansivas se aprecian en las tasas de interés de créditos bancarios, hipotecarios, el margen de deuda corporativa, las colocaciones de consumo y de bonos de empresas.

También se señala que la coyuntura inflacionaria se ha vuelto más confusa. Las perspectivas de inflación para el primer semestre se ubicarán por debajo de lo proyectado en enero, los márgenes estarían menos comprimidos que lo anticipado, y habría una evolución más favorable de los costos laborales unitarios. Aunque las expectativas inflacionarias de mediano plazo del mercado se han elevado marginalmente, el escenario de inflación, en el horizonte habitual de proyección sigue estando alineado con la meta del Banco Central. Esto es, aunque la proyección a 24 meses sigue siendo balanceada en torno a la meta de inflación, aparece una nueva postergación en la velocidad de convergencia a la inflación meta.

Sin embargo, se argumenta que este perfil de inflación es reflejo de una serie de factores de costo que tienen un efecto por una sola vez y por lo tanto consecuencias

transitorias sobre la inflación, mientras que las expectativas de inflación del sector privado han subido 50 a 100 puntos base luego de las reducciones pasadas de la tasa de política monetaria. También se agrega que si bien las condiciones monetarias se mantienen históricamente expansivas, las presiones inflacionarias parecen suficientemente contenidas como para descartar la opción de aumentar la tasa de política. Adicionalmente, en lo que se refiere al entorno externo, en Estados Unidos el alto crecimiento y la depreciación del dólar comienzan a afectar la inflación antes de lo esperado, llevando al mercado a anticipar el momento en que se comience a reducir el sesgo expansivo de la política monetaria de la Reserva Federal.

Se argumenta que en el escenario analizado existen razones de peso tanto para mantener como para bajar la tasa de interés. Mirando hacia el final del horizonte de proyección no habría razones para reducir la tasa de interés. No obstante, al mirar horizontes más cercanos, donde es de esperar que las proyecciones son algo más precisas, se observa una reducción de las presiones inflacionarias, las que podrían inducir a pensar que existe una alta probabilidad que en el horizonte relevante de política de inflación se encuentre significativamente desviada del centro del rango meta, por lo que la opción de relajamiento debe ser considerada con seriedad. Se indica que una razón para tomar una posición de cautela y favorecer la mantención de la tasa es que por el lado de la actividad, el riesgo es positivo. Es decir, no es posible descartar que con el actual dinamismo de la economía nacional, unido a buenas condiciones externas, el crecimiento podría sorprender siendo mayor al esperado.

Se señala que como los modelos de proyección han sido calibrados con datos de inflación y actividad muy distintos a los que se observan hoy día, la cuota de incertidumbre debe ser mayor, en especial para horizontes más largos. Aunque un argumento en contra de este último punto es que después de las bajas de tasas de diciembre y enero las expectativas inflacionarias se han elevado a niveles más consistentes con la meta de inflación, lo que además ha agregado expansividad a la actual instancia de la política monetaria.

Se concluye que dadas estas consideraciones y los rezagos estimados en la efectividad de la política monetaria, lo adecuado es mantener la tasa de instancia monetaria. Sin embargo, con la nueva evidencia, es probable que, el sesgo expansivo de la política monetaria ahora se tenga que mantener por un período más prolongado.

3. Acuerdo

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 1,75% anual.