

Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 74 celebrada el 10 de febrero 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 también el señor Ministro de Hacienda subrogante, don Mario Marcel Cullell.

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 Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

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

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

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

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

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

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

1.1.1. Escenario internacional

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

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

El crecimiento de Estados Unidos en el cuarto trimestre del 2004 fue algo más lento que lo anticipado (3,1% trimestre a trimestre anualizado), principalmente por la incidencia negativa del sector externo, pues el consumo privado continuó dinámico. Pese a ello, en el 2004 la economía se expandió dentro de lo previsto. Las perspectivas para el 2005 muestran un ajuste sólo marginal, dando cuenta de los sólidos indicadores de coyuntura publicados en las últimas semanas. Entre éstos destacan la producción industrial y el ingreso personal real. No obstante las cifras de empleo fueron algo menores que lo anticipado por el mercado, su recuperación

seguiría apoyando el consumo hacia el futuro. En la zona euro, a la debilidad de la demanda interna se ha venido sumando, aunque en menor medida, la desaceleración del sector externo, afectado por la apreciación del euro. Asimismo, indicadores de coyuntura, particularmente encuestas de confianza, no permiten prever una mejora sustancial en el panorama de la región. La economía japonesa sigue mostrando fragilidad en el consumo privado, a la que se continúa agregando un sector externo menos robusto, afectado por la apreciación del yen. No obstante, hacia el futuro, las encuestas de confianza empresarial y la evidencia de un sector corporativo más sólido, muestran señales positivas.

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

El precio del petróleo ha mostrado un aumento importante en las últimas semanas, a causa de condiciones climáticas adversas en el hemisferio norte y la publicación de reportes de inventarios de crudo y de destilados para calefacción bajo lo esperado. Además, se ha visto afectado por problemas de abastecimiento en Noruega—debido a malas condiciones climáticas—y cortes de producción en Irak. Analistas atribuyen la mantención de una elevada prima por riesgo en el precio al proceso electoral del pasado 30 de enero en Irak. En tanto, el mercado de contratos futuros se mantiene plano para el mediano plazo, con precios por sobre US\$ 40 dólares el barril para este bienio. En todo caso, los niveles relativamente elevados de inventarios de la gasolina son coherentes con el panorama de precios contenido en el Informe de enero.

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

de autoridades que restan importancia al déficit en cuenta corriente e intenciones del Gobierno de enfrentar el problema del déficit fiscal.

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

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

1.1.2. Mercados financieros

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

Tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile

Desde el cierre del IPOM, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile se han comportado de modo disímil. Los bonos reajustables (BCU) cayeron entre 20 y 30 puntos base: 2,3% y 3,0% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) se mantuvieron relativamente estables, especialmente las de mayor plazo: 4,0%, 4,9% y 5,9%, a dos, cinco y diez

años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDBC-90, se ubican sobre la TPM (3,0%), explicado, en parte, por la reversión de la fuerte demanda por reserva técnica de fines del año pasado.

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

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

Agregados monetarios

Durante enero, la tasa de crecimiento anual del M1A siguió dando cuenta de una desaceleración (23%). No obstante, los residuos de la demanda por M1A de largo plazo continúan siendo significativos. La tasa de crecimiento anual del M2A fue de 22%, mientras la del M7 se ubicó en 9,4%. Al descomponer la evolución de la tasa de variación anual de los distintos agregados, se observó: (1) una estabilización del crecimiento de los depósitos a plazo en valores algo por sobre 20%; (2) una continuación de la caída del incremento de las letras de crédito hipotecario y documentos del Banco Central de Chile: 7% y 12%, respectivamente, incidiendo en la evolución más moderada del M7. Las Administradoras de Fondos de Pensiones mantienen su preferencia por depósitos a plazo e instrumentos de renta variable sobre los de renta fija. A enero, todos los agregados presentan una notoria desaceleración de su velocidad respecto de los meses previos (entre 1% y 11%).

Condiciones de crédito y financiamiento

Datos provisorios para enero reafirman el marcado crecimiento de la deuda bancaria: 15% anual, el más alto desde fines de 1998. Por tipo de crédito, consumo y vivienda

mantuvieron tasas de crecimiento anual por sobre 20%, deteniendo la desaceleración que se observó en meses previos de su velocidad. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo se situó en 25,4% en enero, 160 puntos base más que el mes anterior. Esta variación se explica por la estacionalidad y el aumento reciente de la TPM. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se sitúan en niveles similares a los de los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,9% en enero, y las con tasa nominal entre 5% y 6% se ubicaron en 4,3%.

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

Bolsa

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

Tipo de cambio

Desde el IPOM a la fecha, el peso se ha depreciado 1,2% frente al dólar estadounidense, cotizándose en la actualidad entre \$ 575 y \$ 580 por dólar. Esta depreciación ha sido similar a la de las monedas europeas, pero contraria al movimiento de las monedas latinoamericanas. Así, comparada con canastas de monedas relevantes desde el punto de vista comercial, la depreciación del peso es algo mayor: 1,4% para el tipo de cambio multilateral (TCM) y 1,5% para el TCM excluyendo el dólar. Dados los movimientos del tipo de cambio nominal (TCN), no es posible atribuirlos a cambios en paridades de tasas de interés o determinantes de largo plazo del tipo de cambio real (TCR). El valor del TCR estimado para enero (99,2), es muy similar al de diciembre y equivale a un aumento de 7,6% anual. El tipo de cambio real respecto de las cinco principales monedas (TCR-5) presentó una caída de 0,6% respecto de diciembre.

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

1.1.3. Demanda y cuentas externas

Consumo y existencias

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

Durante el cuarto trimestre del 2004, la mayor parte de los indicadores parciales de consumo no varió la tendencia que mostraba al cierre del IPOM, manteniéndose en altos niveles. En el consumo durable destacan los niveles de las ventas de automóviles nuevos (15.200 unidades en diciembre), las ventas minoristas de bienes durables y las importaciones de bienes durables excluidos automóviles.

En cuanto a las existencias, la información acumulada no modifica la percepción respecto que este componente no produciría un empuje adicional a la demanda agregada. De acuerdo con el Índice Mensual de Confianza Empresarial de IMCE de enero, todos los sectores económicos acumulan existencias en niveles altos, aunque en menor exceso que en meses anteriores, con la excepción de minería.

Formación bruta de capital fijo

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

La formación bruta de capital fijo (FBCF) del cuarto trimestre del 2004 fue más dinámica que lo proyectado, gracias al comportamiento de maquinaria y equipos (41% de la FBCF). Lo anterior se explicó por importaciones de bienes de capital efectivas a diciembre (95% de maquinarias y equipos) mayores que las previstas y que no muestran un decaimiento en su fuerte dinamismo.

Respecto del componente de edificación de la inversión (32% de la FBCF), a fines del 2004 se observaron altos niveles de ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago, a pesar de una desaceleración en el cuarto trimestre.

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

Política fiscal

En noviembre, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,1% del PIB, explicado por un mayor crecimiento anual de los ingresos presupuestarios (25,5%), junto con un menor incremento anual de los gastos presupuestarios (4,6%). Entre los ingresos continúan destacando los tributarios (12,8%) y cobre bruto (1.150,1%), los cuales aportan 23,1 puntos porcentuales del crecimiento. A noviembre, los ingresos y gastos continuaron por sobre el promedio del 2000-2003, con 102% y 88,6% de avance sobre lo presupuestado, respectivamente.

Sector externo

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

1.1.4. Actividad y empleo

Actividad económica

En diciembre, el crecimiento anual de la actividad (7,7%) sorprendió por lo elevado, destacando industria y minería con un incremento en torno a 10% anual.

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

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

Con estos resultados, el crecimiento del PIB en el 2004 habría sido de 5,9%.

Mercado laboral

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

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

Por categoría ocupacional, se mantuvo la formalización de la ocupación de meses recientes, observándose un aumento en el empleo asalariado desestacionalizado. Por sectores, cabe destacar la fuerte aceleración del empleo ligado a la construcción (que alcanzó una variación en doce meses de 10,7%, esto es, 3,9 puntos porcentuales más que el trimestre móvil anterior) y las alzas de hasta dos puntos porcentuales en la variación en doce meses del empleo ligado a comercio y servicios. La ocupación industrial, si bien incrementó su variación anual, descontando estacionalidad se mantuvo en torno a 800 mil personas. La información de Sofofa corrobora este perfil estable. Las vacantes de trabajo en enero aumentaron descontando efectos estacionales, luego de tres meses de descensos.

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

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

En cuanto a las expectativas laborales para los próximos meses, la información reciente reafirma el carácter positivo de los últimos meses. La información tanto del IMCE, la encuesta de percepción y expectativas de la Universidad de Chile y el IPEC muestran un mayor optimismo de empresarios y de hogares respecto al desempeño del mercado laboral en el futuro cercano.

1.1.5. Precios

Principales índices de precios

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

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

Descontados los efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada aumentó para las medidas subyacentes. En el caso del IPCX1 se acerca a valores del orden de 2,5%. Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de meses anteriores. En cuanto al promedio móvil trimestral del IPCX1, tanto su mediana como su variación mensual, eliminando efectos estacionales, aumentan respecto del mes anterior. En enero se observó un aumento de los ítemes que bajan de precio y de los que suben. Esto fue en desmedro de los que no varían su precio.

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

Márgenes

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles en enero. Por una parte, los obtenidos de los productos con correspondencia en el IPCX1 y el índice de precios a productor (IPP) se mantuvieron relativamente constantes respecto del mes anterior. Esto con comportamientos disímiles de sus componentes: una mantención de los alimentos y una caída de los medicamentos. Los márgenes de bienes durables obtenidos del IPCX1 e IPM tuvieron un incremento en enero.

Costos laborales

En diciembre la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total (CMO) se mantuvo constante en 3,2%, mientras que la medida que excluye minería, electricidad, gas y agua (CMOX), la tasa de variación aumentó a 2,6% anual (2,4% el mes anterior). En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de crecimiento anual se mantuvo prácticamente constante. Por su parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado, sin EGA ni minería (CLUX) disminuyó marginalmente respecto de la del mes anterior, ubicándose en -0,6%.

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 por la División de Estudios.

Varios participantes discutieron sobre las causas e implicancias del reciente incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales. Se indicó que esta alza del petróleo es, probablemente, distinta de ocasiones anteriores en que ha habido factores de oferta significativos, y que por el contrario resulta de una economía mundial que se presenta muy sólida, y donde los riesgos geopolíticos algo se han atenuado, en particular luego de la elección de Irak. Por otro lado, se señaló que existe un componente de prima por riesgo que ha afectado ya por un tiempo al mercado, aumentando el precio del petróleo, y que probablemente se presentará por bastante más tiempo, siendo sensible a las noticias coyunturales. Se destacó que un elemento importante en la evolución reciente del precio, sobre todo en el último mes, tiene que ver con que el clima en el hemisferio norte fue más severo de lo que se anticipaba, en un contexto de inventarios del petróleo estrechos. Finalmente, se agregó que es importante poner la evolución del precio del petróleo en contexto, por ejemplo, comparando con el precio del cobre que se encuentra muy elevado.

Con relación a otros aspectos del escenario internacional, un participante puntualizó que en el fortalecimiento del dólar en el mundo probablemente influyeron las declaraciones de las autoridades de ese país, en el sentido de que el déficit de cuenta corriente sería más sostenible de lo que se anticipaba.

Con respecto a la evolución de las tasas de interés de mediano y largo plazo, un participante señaló que es posible que cambios en la demanda relativa de los agentes por activos reajustables en UF, en un contexto que dicho mercado está siendo más pequeño que en el pasado, puede estar tras los reducidos niveles de dichas tasas. En relación al mismo tema, otro participante señaló que una explicación adicional es que las tasas de interés en Estados Unidos de América presentaron una fuerte baja, de casi 30 puntos base, desde el IPOM hasta la fecha, lo que de todos modos de por sí requiere una explicación.

Se discutió ampliamente respecto de las implicancias macroeconómicas asociables a la evolución reciente del mercado laboral en Chile. Un participante señaló que el incremento de la tasa de participación, del orden de un punto porcentual en seis meses, es completamente inusual y no es extrapolable hacia el largo plazo. En todo caso, se hizo presente que el comportamiento de la fuerza de trabajo por género y edad difiere significativamente. En efecto, se indicó que ha habido una caída muy importante de la tasa de participación en el tramo de 15 a 19 años y de hombres mayores de 65 años, lo que es atribuible a la mayor escolaridad y al mejoramiento de las pensiones. Se estimó que como estos fenómenos son más estructurales sería conveniente dejarlos fuera para hacer un análisis de la coyuntura más preciso.

Por otro lado, un participante señaló que a pesar de que la ocupación total muestre tasas de crecimiento muy significativas, el hecho de que la generación de empleo esté concentrada en la construcción hace que este ritmo de expansión del empleo pueda ser relativamente frágil, pudiendo detenerse bruscamente con un cambio en las condiciones o en las expectativas futuras. Otro participante indicó que de todos modos el eventual efecto sobre consumo del actual nivel de desempleo no parece ser un asunto preocupante, como sí lo fue hace algunos años.

A pesar del crecimiento de la ocupación, se indicó que de todas formas las holguras en el mercado laboral persisten, lo que se aprecia por ejemplo en que la razón entre el nivel de ocupación y la población económicamente activa está lejos de sus niveles máximos de la década pasada. Otra forma de ver este mismo asunto fue apuntada por un participante, ligando el tema a que las remuneraciones nominales están mostrando un incremento muy leve.

Un participante dio cuenta de las recientemente divulgadas estadísticas fiscales del año 2004. Éstas mostraron que la ejecución presupuestaria llevó a un superávit de 2,2% del producto en el 2004, superior a lo proyectado, y que equivale en términos absolutos a la suma de los déficit de los cuatro años anteriores. Los mayores ingresos del cobre respecto a lo presupuestado equivalen más o menos al 90% del superávit, agregándose que los ingresos tributarios tuvieron un comportamiento bastante dinámico. Por el lado de los gastos se obtuvo una cifra de crecimiento de

5,9%, donde de la diferencia con el 4,6% proyectado se explican principalmente por el diferencial de inflación efectiva y proyectada y el crecimiento de los ingresos estructurales por la venta de inventarios de cobre.

Un aspecto que fue tratado extensamente dijo relación con las implicancias sobre la evolución de las holguras de capacidad, y por ende la inflación, del actual cuadro macroeconómico. En particular, varios participantes destacaron que el fuerte incremento de la inversión, pero sobre todo la importante expansión de la tasa de participación femenina, debiesen tener un efecto positivo sobre la capacidad productiva en el corto plazo, señalando un participante que posiblemente esto pueda llevar a revisar los cálculos de brecha entre el producto efectivo y potencial. Otros participantes enfatizaron las eventuales implicancias inflacionarias dependiendo de cuál componente del gasto, sea el consumo, la inversión o las exportaciones, es el que está empujando el crecimiento de la demanda agregada. En particular, se indicó que es posible que el IPC esté más vinculado en el corto plazo con la evolución del consumo que a la evolución de la actividad, lo que tiene implicancias dado que para el año 2005 es esperable una expansión del consumo superior al producto. Sobre estos puntos, otro participante mencionó que es necesario considerar el hecho de que las sorpresas positivas de crecimiento de los últimos cuatro meses son sustancialmente mayores que las sorpresas de inflación, y que de hecho esta última ha ido gradualmente incrementándose dentro de lo previsto, por lo que no es evidente que el actual cuadro macroeconómico cuestione el escenario de inflación de mediano plazo considerado en el IPOM de enero.

2. Opciones

El Presidente del Banco Central de Chile solicita a la Gerencia de División Estudios que presente las distintas opciones de política.

2.1. Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, a 2,5%. Con los antecedentes disponibles se concluyó que continuaban las principales tendencias identificadas en meses recientes: una inflación acotada, con medidas subyacentes que aumentaban lentamente desde niveles reducidos, y una actividad cada vez más dinámica. La disminución de holguras resultante recomendaba seguir normalizando la política monetaria, la que continuaba siendo considerablemente expansiva. La inflación acotada permitía que el ritmo de ajustes de la tasa de interés siguiera siendo pausado. El aumento de la TPM en la reunión anterior era coherente con aportar señales respecto de este ritmo de normalización.

La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que continúan las principales tendencias mencionadas, aunque con novedades que indican un mayor crecimiento del previsto entonces. Por el lado de precios y costos, las medidas de la tendencia inflacionaria siguen aumentando lentamente y el crecimiento anual de los costos laborales unitarios privados se mantiene negativa. Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación han aumentado, ubicándose en cerca de 3% las de mayor plazo, incluyendo la compensación inflacionaria en instrumentos financieros a cinco y diez años.

Con estos antecedentes, considerando el aumento de la tasa de interés de la reunión pasada, las opciones más plausibles son mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base.

Ambas opciones son coherentes con la estrategia de normalización pausada de la política monetaria aplicada desde septiembre pasado, pues, como se ha discutido en otras oportunidades, en esta estrategia tienen cabida tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros. La acumulación de antecedentes mes a mes es lo que permite definir el ritmo y la oportunidad.

La mayoría de los antecedentes coyunturales apoya un nuevo aumento de TPM en esta reunión. Por el lado de la inflación efectiva hay relativamente pocas novedades, mientras que el mayor uso de las holguras de capacidad estaría progresando más rápidamente que lo previsto. A ello se suman mejores indicadores de expectativas de hogares y empresas. En este cuadro resulta recomendable continuar transitando hacia una política monetaria más neutral, de manera de asegurar que, dados los rezagos que tiene dicha política, el estímulo monetario sea coherente con una inflación proyectada en 3% en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Ahora bien, también sería posible justificar el mantenimiento de la TPM en su nivel actual si se evaluara que detrás del mayor crecimiento existe una expansión especialmente vigorosa del producto potencial, comparable a la del producto efectivo y, por lo tanto, un cierre de brechas menos pronunciado, y se ponderara más el reducido aumento de los costos laborales. Ambos efectos atenuarían las futuras presiones de precios. La validez de este cuadro, sin embargo, puede ser contrastada con el comportamiento de las medidas de la tendencia inflacionaria, las que deberían mostrar algún grado de estancamiento si las holguras efectivamente fuesen elevadas y persistentes. Aunque las medidas mencionadas siguen aumentando lentamente, todas ellas van en la misma dirección por varios meses.

En la presente reunión, los elementos tácticos tienen mayor importancia que la habitual. Al respecto cabe considerar que, en los últimos meses, la gradualidad del proceso de normalización ha sido asociada por el mercado con movimientos

en la TPM mes por mes. Esta situación ha sido relativamente incorporada en la estructura de precios financieros prevaleciente y, de hecho, en esta oportunidad una mayoría relativa del mercado no espera un cambio. Un alza sucesiva rompería la secuencia descrita y, posiblemente, sería percibida como un leve aumento del ritmo de normalización, a pesar de que como se ha señalado, una decisión de este tipo no debiese constituir un cambio en la estrategia.

Esta percepción, de ocurrir, tiene dos implicancias que no son necesariamente negativas. Por un lado, validaría el que las proyecciones realizadas en el último IPOM tienen implícito un ritmo de normalización de la política monetaria levemente mayor que el implícito en la estructura que prevalecía antes del cierre estadístico de dicho documento. Por otro lado, en la medida en que este ritmo de normalización levemente mayor sea incorporado por el mercado, disminuye el riesgo de que sea necesario hacer alzas menos pausadas en el futuro, ya que parte de la normalización del estímulo monetario emanaría de acomodados en los precios de activos financieros.

2.2. Análisis y discusión de las opciones

Un participante manifiesta que es altamente improbable que el eventual ajuste hacia arriba en la trayectoria proyectada de la capacidad productiva, debido a la aceleración de la inversión, lleve a un comportamiento anticíclico de la brecha de producto. Respecto al crecimiento acelerado de la oferta de trabajo, no se dispone aún de una descomposición de su aumento en sus componentes cíclico y estructural. Por todo lo anterior, los antecedentes disponibles hacen inferir que es más probable que la brecha del producto se vaya cerrando durante los años 2005 y 2006 en forma más rápida que lo anticipado hace un mes. Por otro lado, se estima que aunque esta aceleración en el cierre de brecha no se verificara, de todas maneras sería pertinente considerar un aumento de 25 puntos base para esta reunión dado el escenario principal de proyecciones del último IPOM de enero.

Otro participante de la reunión reconoció que existe una cuota importante de incertidumbre respecto del comportamiento de diversos mercados y variables, como el laboral, lo que sería preocupante si se diseñara la política monetaria para hacer una sintonía fina, lo que no es el caso actual, debido a que hay pocas dudas respecto de la dirección que tendrán los cambios en la TPM durante los próximos meses. Por ello, estima que la discusión de hoy es principalmente sobre aspectos tácticos. Un incremento en esta ocasión tal vez podría ser interpretado como un cambio significativo en la trayectoria de ritmo pausado que se ha anunciado, lo que hace dos o tres meses habría sido un riesgo relevante. En la actualidad, sostiene, esta situación ha cambiado porque están consolidadas las expectativas de un crecimiento fuerte, por lo que no visualiza un efecto dañino si el Banco Central sube la tasa en 25 puntos base en dos meses consecutivos. Señala este participante que, además,

en algún momento será necesario romper con esta especie de regla implícita en las expectativas de mercado, las que al parecer se han asentado mecánicamente en que las alzas de tasas de interés serían mes por medio.

Un participante reitera que los antecedentes parecen ser bastante claros respecto del aumento en la capacidad instalada, lo que se aprecia en el aumento de la inversión en maquinarias y equipos, el aumento de la actividad en la construcción y también por lo que presenta el funcionamiento del mercado del trabajo. Todo ello, además, hace pensar que existe un margen amplio de capacidad instalada ociosa, por lo que tiene la impresión de que la normalización podría ir a un ritmo más lento, lo que le parece que es igualmente consistente con un aumento de la tasa en 25 puntos base o bien el mantenimiento de la misma.

Otro participante señala que es efectivo que el actual ritmo de crecimiento es intensivo en formación de capital, lo que tiene un efecto retroalimentador para el producto potencial. Sin embargo, dado que la economía está creciendo en el margen a una tasa de 7% anual, no existe duda que cualquiera sea la hipótesis respecto de la expansión de la capacidad las brechas se están reduciendo más rápido.

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

Hubo consenso entre los Consejeros respecto de que la estrategia de normalización gradual de la política monetaria aun es válida. Por un lado, se indicó que la inflación del mes de enero, aunque negativa, estuvo en línea con lo proyectado y, con una tendencia subyacente que converge gradualmente hacia el centro del rango meta, mientras que las noticias de actividad han sido positivas y aumentan la probabilidad de que el escenario de mayor dinamismo contemplado en el último IPOM se materialice. Por otro lado, se destacó que cualquiera sea la percepción que se tenga de la tasa de interés neutral, esta se sitúa muy por encima del nivel actual de la TPM y por consiguiente, la política monetaria todavía es muy expansiva dada la actual situación cíclica. En este sentido, se señaló que la estrategia de aumentos moderados adoptada desde hace cinco meses ha sido apropiada y ha evitado generar grandes fluctuaciones en las distintas variables. Finalmente, se indicó que el actual ritmo pausado de normalización es justamente lo que se requiere para mantener un marco de estabilidad que facilite un crecimiento económico alto y sostenido de la economía chilena.

Adicionalmente, varios Consejeros destacaron las buenas noticias por el lado de la actividad, las que son las principales sorpresas respecto de la reunión anterior. Un Consejero destacó que suponer que el extraordinario crecimiento del segundo semestre del año pasado sería una anomalía transitoria parece ser menos plausible

a medida que pasa el tiempo, lo que aumenta la posibilidad de que en realidad el escenario central muestre un dinamismo mayor. Los desarrollos de los trimestres recientes han propiciado un clima de confianza en la recuperación de la actividad que debiera seguir estimulando al mercado laboral y la inversión. En este contexto en que el ciclo expansivo se fortalece y, por ende, se reduce el período en que la brecha de capacidad tenderá a desaparecer, se refuerza la necesidad de tener una política monetaria menos expansiva, consistente con el objetivo de mantener la inflación en torno al centro del rango meta en un horizonte de 12 a 24 meses.

A partir de este diagnóstico, varios Consejeros sopesaron en su discusión los riesgos asociados a optar por una u otra opción de política monetaria en esta ocasión. Se destacó la necesidad de contrastar los costos de mantener la actual TPM si la opción acertada fuera la de aumentarla versus los costos de aumentar la TPM si la opción acertada fuera la de mantenerla. Se estimó que, a diferencia de otras ocasiones, la probabilidad de poner en riesgo el proceso de reactivación es muy bajo y, desde esta sola perspectiva, este tipo de argumento apuntaría en la dirección de elevar la TPM. Se consideró que ajustar al alza la TPM en esta ocasión es lo más prudente, porque ello reduce el riesgo de tener que abandonar la estrategia de normalización pausada seguida hasta ahora y, reemplazarla en el futuro por un ajuste más abrupto. En efecto, se señaló que el mayor riesgo en la actualidad es que la política monetaria se atrase en el proceso de normalización, lo que finalmente requeriría de alzas más pronunciadas y más seguidas. Por otro lado, tomando en cuenta los rezagos propios con que actúa la política monetaria, una medida precautoria como un alza de 25 puntos base se estima que deja la política monetaria en una instancia algo más cómoda que la actual, lo que permite seguir evaluando el impacto del mayor crecimiento observado en los precios y costos, reduciendo la probabilidad de tener que reaccionar de forma más agresiva en el futuro.

Los Consejeros consideraron las implicancias de que un alza de tasas no parece estar anticipada mayoritariamente por el mercado en esta oportunidad. Varios Consejeros estimaron que es importante tomar en cuenta que en el último IPOM se informó que las proyecciones consideraban una trayectoria de tasas levemente más empujada que la que estaba implícita en los precios de los activos financieros. Frente a la expectativa del mercado de mantención, pareciera que el mensaje del IPOM no fue interpretado correctamente, que la interpretación del significado concreto del mensaje de normalización no ha sido la adecuada, o que la comunicación misma del IPOM de enero no fue lo suficientemente clara.

Otro Consejero señaló que, debido a que una parte importante del mercado espera la mantención de la TPM en la reunión de hoy, una decisión en ese sentido consolidaría la percepción que “pausado” implica una dosis mecánica de 25 puntos base mes por medio, lo que no tiene porque ser así. En este sentido, un alza en esta ocasión

justamente refleja que más allá de reglas mecánicas lo relevante es la evolución de la economía desde una perspectiva más amplia, tal como está presentado en el IPOM. En su conjunto, algunos Consejeros estimaron que la manera más eficaz de transmitir esta información en esta ocasión es mediante un aumento de la TPM.

Frente a la posibilidad de que se entienda una alza de tasas como una aceleración del proceso de normalización, por el contexto actual en que la inflación del mes de enero fue negativa, un Consejero señaló que ello no parece ser un riesgo mayor. En efecto, las decisiones pasadas y ésta deben ser señal suficientemente clara de que el objetivo inflacionario para la política monetaria es respecto de un horizonte de entre 12 y 24 meses. Adicionalmente, a partir de la discusión de esta reunión queda claro que no existe ninguna noticia inflacionaria particular a la que la política monetaria esté reaccionando, sino que esta decisión es parte de una estrategia bien fundamentada en el último IPOM.

3. Acuerdo

El Consejo, por unanimidad, acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria hasta 2,75% anual.