



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 70  
Celebrada el 11 de noviembre de 2004

---

En Santiago de Chile, a 11 de noviembre de 2004, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2005, para el día 12 de ese mes.

II. Exposición.

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

Desde la última Reunión de Política Monetaria se han fortalecido algunas de las tendencias observadas luego de la divulgación del Informe de Política Monetaria de septiembre. Esto se manifiesta en un escenario externo que sigue favorable, pero que presenta riesgos por los niveles aún elevados del precio del petróleo. Internamente, la actividad económica y el gasto continúan tomando fuerza, con una aceleración por sobre la anticipada, mientras que las presiones inflacionarias subyacentes son reducidas. Se anticipa ahora que el crecimiento del PIB durante este año alcanzaría 5,7%. La inflación anual del IPC se ubicaría algo por debajo de 3,5% hacia fines del primer trimestre del próximo año, tendencia esencialmente explicada por la incidencia del precio de los combustibles, ya que la inflación subyacente seguiría acotada. La tendencia del tipo de cambio implícita en los precios de activos sigue siendo similar a la observada un mes atrás, mientras que la estructura de tasas de interés se ha aplanado algo. Por último, el mercado laboral ha dejado de mostrar indicaciones de menor dinamismo.

4  
De



Luego de alcanzar hace dos semanas el precio más alto en términos reales de los últimos veinte años, el precio del petróleo sufrió una corrección importante a la baja. De todas maneras se considera prudente revisar al alza el escenario de precios para el 2005 y 2006 hasta US\$ 40 y US\$ 33, respectivamente. La incidencia de estos niveles de precio del petróleo sobre la economía global es aún incierta, pero mercados y analistas parecen mostrar un consenso respecto de que, de haber alguno, éste sería principalmente sobre el crecimiento mundial y no sobre la inflación. Esto, gracias a la credibilidad monetaria que han logrado las principales economías. En todo caso, hasta ahora solo se aprecia un ajuste leve a la baja en el panorama de crecimiento de Japón, y los efectos futuros que tenga este alto precio aún están por dilucidarse.

El efecto de este mayor precio de los combustibles no se ha apreciado en un deterioro de las cifras de gasto interno o actividad económica. La inversión en maquinaria durante el tercer trimestre ha continuado acelerándose, con lo que se espera para este año un crecimiento de la formación bruta de capital por sobre 10% esto es, (sobre dos puntos por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria, lo que se reafirma con expectativas empresariales positivas y un panorama favorable para la inversión en el 2005. El resto de la demanda interna también contribuyó en el tercer trimestre a este repunte del gasto interno, aunque el consumo privado ha mostrado más estabilidad, sin una aceleración similar a la que se observa en la inversión y la actividad en general.

La confianza de los consumidores ha dejado de deteriorarse, e incluso en algunas mediciones presenta un repunte. El comportamiento del empleo, que se aprecia en su conjunto más dinámico que hace un par de meses, puede estar apoyando esta evolución, compensando así la incidencia negativa del mayor precio interno de los combustibles que, respecto del escenario del Informe de Política Monetaria, se estima que reduce el ingreso de los consumidores en Chile en un monto algo inferior a 0,5% del PIB en el 2005. Lo mismo las sostenidas buenas condiciones crediticias, que se siguen apreciando en los volúmenes de crédito a todos los segmentos así como en las bajas tasas de interés. El conjunto de las condiciones financieras continúa siendo marcadamente expansivo, apreciándose de hecho un leve aplanamiento en la estructura de tasas de mercado, a pesar del mayor precio del petróleo. De todos modos, esta estructura tiene implícita perspectivas de alzas en la tasa de política monetaria en el corto plazo y tasas de inflación en el mediano plazo cercanas a 3%.

Continuando con su exposición, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la actividad económica ha seguido sorprendiendo en el segundo semestre con muy altas tasas de expansión, principalmente por el dinamismo de la actividad industrial, la construcción y el comercio. Más allá de fenómenos puntuales, como la incidencia de efectos calendario y de las elecciones se aprecia un genuino mayor crecimiento en un número significativo de ramas manufactureras, y las favorables condiciones de crédito para la vivienda han apoyado una aceleración adicional de las principales variables del mercado inmobiliario.

El hecho que este entorno más dinámico para la actividad y el gasto no haya redundado en un ritmo implícito en precios de activos de normalización de la tasa de política monetaria más rápido que aquél observado en el momento de la reunión de octubre, probablemente se vincula al hecho de que, aparte de las noticias por el lado de los combustibles, la inflación ha seguido sorprendiendo por lo reducida. El conjunto de medidas de inflación subyacente indica que la aceleración de tendencia de los precios, observada hasta mediados de año, se ha detenido en cifras por debajo del piso del rango meta, con una fracción importante de precios sin variación. El análisis de los distintos determinantes de la inflación indica que, por un lado, los costos laborales unitarios también presentan una trayectoria de crecimiento del orden de 1% anual, la inflación importada no presenta cambios significativos, y no se aprecian fuerzas que empujen el aumento de los precios minoristas por encima del crecimiento de los costos. Finalmente, este escenario de inflación acotada no se ha reflejado en una modificación del escenario inflacionario de mediano plazo esperado por los agentes. Las distintas medidas de inflación esperada siguen mostrando tasas de inflación dentro del rango meta, y cercanas a 3% anual.



## Escenario internacional

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se mantiene un favorable panorama internacional para la economía chilena, aunque se han incrementado los riesgos, principalmente en términos de crecimiento, por la persistencia del precio del petróleo, el más alto en términos reales en veinte años. Esto ha consolidado un escenario donde el precio del petróleo se mantiene alto en el horizonte de proyección de política monetaria. La opinión de consenso apunta al incremento de los riesgos sobre actividad mundial y, en menor medida, sobre la inflación.

Pese a lo anterior, las proyecciones de actividad mundial no muestran revisiones significativas. Así, respecto de la reunión anterior se mantiene el crecimiento estimado, tanto a paridad del poder de compra como ponderado por socios comerciales, para los años 2004, 2005 y 2006.

Los indicadores de actividad y confianza de las principales economías avanzadas no muestran cambios sustanciales de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. En Estados Unidos de América, la positiva dinámica del consumo (4,6% trimestre/trimestre anualizado) así como las cifras de inversión, especialmente no residencial —creciendo a tasas de dos dígitos— sustentan las buenas perspectivas hacia el cierre del año. Esto, pese a que el crecimiento del tercer trimestre fue algo menor que lo esperado (3,7% trimestre/ trimestre anualizado). Para el cuarto trimestre, los indicadores de confianza de consumidores y de actividad manufacturera (ISM) siguen dando cuenta de una economía en expansión. Finalmente, la productividad de esta economía, si bien se desacelera, sigue creciendo por sobre lo previsto. En la zona euro los indicadores del tercer trimestre indican una desaceleración respecto de la primera mitad del año. La débil recuperación sigue liderada por el sector externo, el que se visualiza más deteriorado a causa del elevado precio del petróleo, y aún no hay signos claros de mejoras de la demanda interna. Hacia el cuarto trimestre, el panorama se mantendría sin grandes cambios, como lo anticipan la estabilidad de indicadores de confianza, tanto empresarial como de consumidores. En Japón, las proyecciones de crecimiento para el 2005 se corrigen a la baja en 0,2 punto porcentual, dando cuenta de las primeras revisiones a la baja asociadas al precio del petróleo y al impacto que tendría la apreciación de su moneda sobre el sector externo.

Durante octubre, el precio del petróleo superó los niveles proyectados la reunión pasada. Así, se transó claramente por sobre US\$ 50/barril durante la segunda quincena del mes, con un promedio mensual de US\$ 49,9. En los primeros días de noviembre, este precio ha descendido, promediando cerca de US\$ 45 el barril. La mantención de un precio elevado se asocia, en parte, a factores coyunturales que mantienen una elevada prima por riesgo, a lo que se suma factores relacionados con una fuerte demanda por petróleo por parte de los principales consumidores, productores operando a plena capacidad y bajos niveles de inventario. Ello ha incidido en una estructura de contratos futuros, si bien con pendiente negativa, casi plana. Con todo, se propone una importante revisión al alza de las proyecciones del precio del petróleo. Para el 2005 se espera un precio promedio de US\$ 40 (US\$ 36 el mes pasado) y para el 2006 uno de US\$ 33 (US\$ 32 el mes pasado). Asimismo, el precio estimado de largo plazo también se modificaría al alza.

Durante octubre el precio del cobre continuó con la trayectoria al alza de septiembre, promediando US\$ 1,37 la libra, y alcanzando momentáneamente valores cercanos a US\$ 1,5. La trayectoria observada se explica, en parte, por episodios de huelgas en yacimientos mineros de distintas regiones, motivando la entrada de agentes especuladores. Con todo, el mercado sigue deficitario a consecuencia de una demanda fuerte asociada a la aún sólida actividad industrial en los principales consumidores. Lo anterior sugiere elevar el precio estimado para el 2004 solo por ajuste de datos efectivos: US\$ 1,28 (US\$ 1,27 en octubre). Para los años 2005 y 2006, los valores promedio proyectados se mantienen.

Handwritten signature or initials.



Por otra parte agrega el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las condiciones financieras de los mercados desarrollados siguen favorables. Las tasas de interés de largo plazo en las principales economías han tendido a reflejar la expectativa en cuanto a que el impacto del precio del petróleo será mayor sobre el crecimiento que sobre la inflación, mientras que en lo más reciente, en Estados Unidos de América, se ha apreciado el efecto del mayor dinamismo en el mercado laboral. Desde la última reunión, el dólar se depreció 4% respecto del yen y 3,3% respecto del euro. Esto, por un lado, debido a que se estima que el efecto del mayor precio del petróleo sería superior en el crecimiento de Estados Unidos de América en comparación con otras regiones y, por otro, porque persiste la preocupación respecto del elevado déficit externo de Estados Unidos de América.

Las expectativas respecto de la política monetaria en las economías desarrolladas no presentan cambios. En Estados Unidos de América las tasas de interés de corto plazo y las expectativas implícitas en los contratos futuros del *Fed Fund* sugieren que la tasa de política aumentaría 25 puntos base en la reunión del 10 de noviembre, lo que puede constituirse en el último movimiento del año. No obstante, ello dependerá, entre otras cosas, de cómo siga evolucionando el empleo en los meses venideros. Para la zona euro, en tanto, se prevé que la Tasa Repo se mantendría en sus niveles actuales hasta principios de 2005.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica que las condiciones de financiamiento externo para las economías desarrolladas han mejorado marginalmente en las últimas semanas. Las tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas han descendido, lo que se suma a menores *spreads* de riesgo. La velocidad con la cual se han ajustado las tasas de interés en Estados Unidos de América y las expectativas de una trayectoria mesurada hacia el futuro, configuran un panorama propicio para que economías emergentes, en especial las más vulnerables, efectúen colocaciones exitosas de deuda soberana de modo de reestructurar sus pasivos. Las mejores condiciones financieras se reflejan también en la favorable evolución de las inversiones de fondos internacionales en economías emergentes.

### **Mercados financieros**

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que las condiciones de financiamiento continúan siendo favorables, con un mayor protagonismo de opciones alternativas al crédito bancario tradicional. Las expectativas de inflación se mantienen en torno al centro del rango meta, no obstante los vaivenes del precio del petróleo.

### **Tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile**

Luego de la última reunión, las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central reaccionaron a la baja. Así, comparadas con los valores prevalecientes los días previos al cierre de la reunión de octubre, las tasas de interés de los instrumentos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central) han caído entre 14 y 20 puntos base: 2,3% y 3,1% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (Bonos en pesos) a dos, cinco y diez años han descendido entre 30 y 40 puntos base: 4,0%, 5,2% y 6,2%, respectivamente. Solo las tasas de los PDBC-90 se han mantenido en los niveles prevalecientes para la anterior reunión (2,3%).

Las expectativas de inflación han tenido evoluciones mixtas, dependiendo de la forma en que se midan. Así, comparado con los días previos al cierre de la anterior reunión, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales se ha reducido considerablemente: entre 30 y 70 puntos base según el plazo. Por el contrario, las expectativas obtenidas de la encuesta a las mesas de dinero anticipan inflaciones algo mayores: 2,80% y 2,85% a uno y dos años, respectivamente (+10 puntos base a un año). Asimismo, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de noviembre muestra una leve reducción en la inflación esperada a un año, ubicándola en 2,9% y una mantención en 3% a dos años.



Las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva *forward* se redujeron ligeramente desde la reunión anterior, anticipándose un aumento de 25 puntos base de aquí a diciembre, con un total de 120 puntos base en los próximos seis meses y de otros 90 puntos base en los siguientes seis. Respecto del Informe de Política Monetaria, la curva *forward* considera un aumento adicional para la tasa de política monetaria del orden de 20 puntos base por semestre en el horizonte habitual de política. La encuesta de expectativas de noviembre considera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base este mes y de 95 puntos base más a un año plazo.

### **Agregados monetarios**

Durante octubre los agregados monetarios continuaron presentando importantes expansiones. En particular, la tasa de crecimiento anual del M1A alcanzó a 31%, variación por sobre lo anticipado. Con ello los errores de proyección, tanto de la demanda por dinero de largo plazo (con fundamentos contemporáneos) como de la demanda de corto plazo, registran desviaciones por sobre el límite superior definido en dos veces la desviación estándar de la regresión. El M2A anotó un incremento anual de 20%, la mayor variación desde comienzos de 1998, y el M7 uno de 8%. La menor variación del M7 se explica, en parte, por la preferencia de los privados por depósitos a plazo en desmedro de instrumentos de renta fija, ante los anuncios de colocaciones de bonos y apertura en bolsa que se realizarían en el corto plazo.

### **Condiciones de crédito y financiamiento**

A fines de septiembre el saldo de las colocaciones totales al sector privado mantuvo la trayectoria creciente de los meses previos, con una variación de 10,5% anual. Los créditos de consumo y de vivienda anotaron tasas de crecimientos anuales de 19%. En el caso de vivienda, esta tasa es la mayor desde diciembre de 1998 y se justifica por el incremento de 134% anual de aquellos préstamos distintos de letras de crédito y mutuos hipotecarios. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo de octubre se mantuvo en niveles similares a los de septiembre y sigue siendo muy reducida (23,4%). Igual situación se observó en las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF, las que se mantuvieron en torno a los bajos niveles del mes pasado (3,8% para aquellas con tasa facial entre 4%, 5% y 4,2% para las con tasa facial entre 5% y 6%).

Los préstamos a empresas registraron un aumento anual de 6,6%, destacando el incremento de las colocaciones de *leasing* (172,2% anual) y *factoring* (24% anual). Las tasas de interés de los créditos comerciales fue de 7,2% en octubre (-10 puntos base comparadas con septiembre). En el año en curso se observa una diferencia entre la tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales y la de operaciones *prime*, evolución que puede obedecer a la entrada de clientes más riesgosos al sistema financiero.

La información más coyuntural, a partir de los datos diarios recibidos directamente de los bancos, muestra que en octubre y lo que va de noviembre, la deuda bancaria continúa registrando variaciones anuales altas, en particular de las colocaciones efectivas en moneda nacional.

Luego de un tercer trimestre con baja actividad, en octubre nuevamente se observó la utilización del financiamiento mediante la emisión de bonos corporativos. Las colocaciones alcanzaron UF 14,8 millones en el mes, fondos destinados principalmente a inversión. Destaca en este mercado el interés de los inversionistas por bonos de infraestructura, el que se ha traducido en colocaciones con bajo *spread*, del orden de 30 puntos base por sobre la tasa de interés de documentos del Banco Central de Chile. Para fines de año se anuncian emisiones por un total de 33 millones de UF, destinadas principalmente a refinanciar deuda.

W  
D.C.



## Bolsa

Desde la reunión de octubre, el IPSA ha continuado registrando aumentos, superando los 1.780 puntos. Así, comparado con los niveles vigentes al cierre de la reunión de octubre, el IPSA creció 3,2% medido en pesos y 1,7% en dólares, acumulando en el año un crecimiento de 18,4% y 16,1%, respectivamente. Entre las acciones que registraron mayores alzas se encuentran las del sector eléctrico, luego de que la CNE decidiera aumentar el valor de los precios de nudo.

El buen desempeño de la bolsa local ha provocado el interés creciente por realizar colocaciones accionarias. En octubre Salfacorp, empresa del sector construcción, se abrió a la bolsa, recaudando cerca de US\$ 24 millones. En noviembre, Ferrocarril del Pacífico S.A. vendería entre el 30% y 40% de su propiedad (estimada en US\$ 100 millones), mientras el grupo Security haría un aumento de capital por no menos de US\$ 55 millones.

La mayor actividad bursátil también se verifica en que los volúmenes transados durante octubre alcanzaron en promedio a \$ 39.500 millones diarios, en línea con los \$ 40.000 millones del último trimestre y 80 % por sobre el promedio de 2003.

Las bolsas de Estados Unidos de América también aumentaron, especialmente después de conocidas las últimas cifras de empleo. El *Nasdaq* aumentó 6,5% desde el cierre de la reunión de octubre, mientras que el *Dow Jones* creció 3,7%, acumulando en el año variaciones de 2,1% y -0,3%, respectivamente.

## Tipo de cambio

Desde la última reunión el peso se ha depreciado marginalmente (0,6%) respecto del dólar, cotizándose en los últimos días levemente sobre \$ 600 por dólar. Sin embargo, con respecto a una canasta de monedas, la depreciación ha sido mayor: 2,3% para el tipo de cambio multilateral y 3,1% para el TCM-5. Esta diferencia obedece principalmente a la depreciación del dólar respecto de las principales monedas.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de noviembre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 3,2% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4,8% en dos años plazo.

Respecto de septiembre, el tipo de cambio real y el TCR-5 de octubre presentan variaciones de -0,6% y -0,7%, respectivamente. El valor del tipo de cambio real estimado para noviembre, con un tipo de cambio *spot* de \$ 604, se ubica en torno a 100,4, equivalente a un aumento de 5,4% respecto de diciembre de 2003. El diferencial real de tasas de interés se ha mantenido constante.

## Demanda y cuentas externas

La demanda interna ha continuado con un ritmo de crecimiento superior al del PIB. El crecimiento esperado para el 2004 aumentó en más de medio punto, hasta 6,7%. Esto se explica tanto por el incremento del componente maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (Formación Bruta de Capital Fijo) como del resto de la demanda interna.

## Consumo y existencias

La evolución del consumo privado tanto habitual como durable sigue mostrando un ritmo de expansión estable. Las ventas de bienes durables del comercio minorista (Cámara Nacional de Comercio) y las ventas de automóviles han recuperado niveles luego de leves caídas en el segundo trimestre, ubicándose no obstante en niveles elevados. Esto contrasta con la acentuación de la trayectoria creciente de las importaciones de bienes durables que excluyen automóviles.



La evolución creciente de las importaciones se refleja en el incremento de los diversos indicadores de existencias del comercio. Por ejemplo, el indicador mensual de confianza empresarial indica que los actuales niveles de inventarios del sector continúan por sobre lo deseado, lo que se repite en todos los sectores incluidos en este índice. La evolución de las existencias para el tercer cuarto del año es coherente con los antecedentes entregados por la encuesta de variación de existencias del Banco Central.

Aunque las distintas mediciones de expectativas de los consumidores han mostrado comportamientos disímiles, pareciera haberse detenido el deterioro que se observó en el curso de este año. Por un lado, en octubre las expectativas de los consumidores medidas por *Adimark* se mantuvieron prácticamente estables respecto del mes anterior. Por otro, la encuesta de expectativas de la Universidad de Chile de septiembre mostró un incremento relevante respecto de la medición de junio, con mejoras en todas las categorías del índice. El comportamiento del empleo, que se aprecia en su conjunto más dinámico que hace un par de meses, puede estar apoyando esta evolución, compensando así la incidencia negativa del mayor precio interno de los combustibles que, respecto del escenario del Informe de Política Monetaria, se estima que reduce el ingreso de los consumidores en Chile en un monto algo inferior a 0,5% del PIB de 2005.

### **Formación bruta de capital fijo**

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en el tercer trimestre del 2004, la inversión siguió ganando fuerza, con un marcado ritmo de crecimiento anual basado principalmente en el comportamiento del componente maquinaria y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—. En particular, el volumen de las importaciones de bienes de capital continúa sorprendiendo.

Respecto del componente de edificación de la inversión —32% de la formación bruta de capital fijo—, por un lado persiste la tendencia creciente de diversos indicadores sectoriales (permisos de edificación, empleo de la construcción, despachos de materiales) y, por otro, las ventas de viviendas nuevas (Cámara Chilena de la Construcción y Collect) mantienen el dinamismo de los períodos previos. Esta evolución refleja las actuales favorables condiciones de financiamiento en términos de costo y acceso, la percepción de un acercamiento al ciclo de normalización de la política monetaria y mejores perspectivas económicas.

En cuanto al componente de obras de ingeniería de la inversión —27% de la formación bruta de capital fijo—, el catastro de este tipo de obras muestra a octubre niveles de inversión para el 2004 estables respecto del año pasado. Para el 2005, en tanto, se mantiene un escenario claramente más dinámico, aún controlado por las habituales correcciones de las intenciones de inversión que ocurren a medida que transcurre el tiempo.

En octubre las expectativas empresariales continúan siendo positivas, aunque con una leve caída. Este descenso se debió a las menores expectativas en el sector minería. Excluyendo a este sector, el índice se mantiene en los niveles del mes anterior, sustentado en una consolidación del optimismo de la construcción, seguido del comercio.

En su conjunto, debido a las noticias coyunturales y su incidencia en el panorama del cuarto trimestre, la tasa de formación bruta de capital fijo (en moneda constante) alcanzaría este año a 24,6% del PIB en el 2004, cifra 0,6 punto porcentual por encima de lo esperado en el Informe de Política Monetaria.

### **Política fiscal**

En materia de política fiscal, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en agosto, los ingresos presupuestarios aumentaron 15,8% anual, de los cuales 14 puntos porcentuales fueron explicados por el crecimiento de los ingresos tributarios netos (10,6% anual) y del cobre bruto (192% anual). Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico crecieron 5,3% anual, cifra en línea con lo observado en meses anteriores. El



balance global acumulado a julio llegó a 1,9% del PIB, cifra acorde con la estimación para el año entregada en septiembre por el Gobierno.

El porcentaje de avance de los ingresos sobre lo presupuestado sigue siendo mayor que lo observado en años anteriores, producto de un mejor precio del cobre y de una mayor recaudación tributaria. En tanto, los gastos continúan en línea con los observados anteriormente.

### **Sector externo**

La información del cierre del tercer trimestre y, sobre todo, el fuerte dinamismo del comercio exterior en octubre, llevan a esperar una sustancial aceleración tanto de los volúmenes exportados como importados en el curso del último cuarto de este año.

En efecto, en octubre, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.770 y US\$ 2.410 millones, lo que representa crecimientos anuales de 51% y 35% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. Para noviembre, en tanto, las exportaciones e importaciones se estima alcanzarán US\$ 2.810 y US\$ 2.223 millones, correspondiente a crecimientos anuales de 64% y 36%, respectivamente.

Por el lado de las exportaciones, éstas han mostrado tasas de crecimiento relativamente elevadas durante la segunda mitad del año, superando las expectativas previas. Particular dinamismo, no anticipado, han mostrado las exportaciones industriales no identificadas (alrededor de 50% del total de las industriales) durante el tercer trimestre, llevando a corregir al alza las proyecciones para el cuarto trimestre y el año. Este importante dinamismo de las exportaciones industriales no identificadas es coherente con la aceleración de la actividad industrial en dicho período.

El fuerte dinamismo de las importaciones de bienes de capital en octubre, junto con la evidencia que se deduce del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, llevan a considerar que la formación bruta de capital en maquinaria durante el cuarto trimestre debiese presentar un crecimiento sustancialmente superior al previsto. Por otro lado, las cifras de octubre también llevan a reevaluar al alza la trayectoria de las importaciones de consumo. Por el lado de las exportaciones, se considera que los niveles actuales de actividad industrial destinada a los mercados externos debiese ser coherente con niveles de exportaciones industriales en volumen también superiores a los previstos.

Los precios de los envíos fueron corregidos al alza para el último cuarto del año, con la sola excepción de las exportaciones industriales. Para el año, en tanto, se esperan mayores precios sólo para los envíos mineros. Para las importaciones, los precios fueron corregidos al alza para el cuarto trimestre y para el año como un todo, con la sola excepción de las internaciones de bienes de capital.

La cuenta financiera a septiembre de 2004 registra un déficit de US\$ 1.146 millones (de US\$ 1.166 millones si se excluyen reservas). Ello es producto de egresos de inversión de cartera (US\$ 3.044 millones), de otra inversión (US\$ 2.470 millones), y de derivados financieros (US\$ 18 millones), contrarrestados por ingresos netos de inversión directa (US\$ 4.366 millones), los que han sido superiores claramente a lo observado el año pasado. Destaca el nivel positivo de la cuenta financiera del tercer trimestre, por una operación de inversión directa en el sector de telefonía. En el valor acumulado al tercer trimestre, sobresalen los egresos de inversión de cartera de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y los prepagos de deuda externa del sector privado.

### **Actividad y empleo**

En septiembre la actividad continuó aumentando su ritmo de crecimiento interanual. El dinamismo de los sectores comercio e industria explicó parte importante del crecimiento del Imacec en el mes (7,7%).



La actividad industrial continuó expandiéndose claramente por sobre lo esperado, observándose incrementos del orden de 12% en todos sus componentes. Aunque parte de este crecimiento se asocia a factores puntuales, se aprecia que una parte importante de las ramas industriales está mostrando tasas de crecimiento positivas.

Para el resto del año, las proyecciones de este sector se corrigen nuevamente al alza en base a los nuevos antecedentes. Respecto del sector comercio, las ventas industriales también se corrigen al alza, aunque en menor medida que la producción.

Respecto de otros sectores, la minería ha continuado mostrando tasas de crecimiento superiores a las del PIB, pero sin mostrar novedades sustanciales. Así, se espera que en el año alcance un crecimiento de entre 6% y 7%. Por otro lado, en la construcción el dinamismo reciente de los indicadores sectoriales apunta a una aceleración mayor del sector. Sin embargo, una primera aproximación al cierre anual lleva a correcciones metodológicas para el primer semestre, que dejan estable el crecimiento esperado para la construcción para el 2004, esto es en torno a 4,5% anual.

Con estos antecedentes, el PIB del tercer trimestre cerraría con una variación de 6,8% anual, más de un punto por sobre lo anticipado. Asimismo, la nueva corrección hacia delante de las cifras de industria y comercio implican que en el cuarto trimestre el crecimiento del PIB se ubicaría también por sobre lo esperado. Así, en el 2004 el crecimiento del PIB se situaría en 5,7%.

## **Empleo**

Respecto del empleo, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señaló que en el trimestre móvil finalizado en septiembre, el mercado laboral presentó una recuperación evidente en la gran mayoría de sus indicadores. Descontando efectos estacionales, la tasa de desempleo descendió respecto del trimestre móvil anterior y la participación de la fuerza de trabajo continuó en aumento. A nivel sectorial, sobresale la estabilidad del empleo asalariado y el repunte persistente de la ocupación ligada a la construcción. Otras fuentes que corroboran esta visión positiva son la Universidad de Chile y el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad (AChS). Destaca, también, la mejora en las expectativas de los agentes respecto del mercado laboral en los próximos meses.

El empleo nacional registró una importante recuperación durante el trimestre móvil finalizado en septiembre, retomando tasas de crecimiento anuales en torno a 2%. Descontando efectos estacionales, se crearon alrededor de 24 mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil anterior, producto tanto del mayor impulso fiscal como privado.

Por categorías, el empleo asalariado mantuvo niveles altos y el por cuenta propia continuó en alza. Destaca la coherencia entre las cifras de empleo asalariado reportadas por el Instituto Nacional de Estadísticas para la Región Metropolitana y las del Gran Santiago provenientes de la Universidad de Chile, corroborando así el aún importante grado de formalización del mercado laboral.

Por segundo mes consecutivo se observó un importante dinamismo de la ocupación en la construcción. El empleo ligado a industria, por su parte, aún no refleja las buenas noticias de actividad de meses previos, registrando bajo dinamismo tanto según la información del Instituto Nacional de Estadísticas como de la proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril. El empleo del resto de los sectores económicos presenta una dinámica acorde con las buenas noticias a nivel agregado.

Handwritten initials or signature in the bottom left corner.



En el trimestre móvil finalizado en octubre, las vacantes registraron nuevamente un aumento en doce meses (16%), pese al descenso de nivel desestacionalizado respecto del trimestre móvil anterior. Al observar la curva de *Beveridge* —que relaciona la tasa de desempleo con las vacantes como proporción de la fuerza de trabajo— el punto correspondiente a octubre se encuentra aún desalineado de la trayectoria histórica, pero aparentemente volviendo al intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva. Lo anterior da cuenta de un posible período de ajuste ante *shocks* de corto y mediano plazo no provenientes de la actividad agregada. Teóricamente, este tipo de perturbaciones se relacionan con procesos de cambios en la composición del empleo y/o *shocks* de oferta de trabajo, lo que puede asimilarse a la situación observada durante el último año a nivel de categorías y sectores económicos.

La tasa de desempleo nacional se situó en 9,7%, 0,3 punto porcentual por sobre el registro de igual mes del año anterior. Eliminada estacionalidad, descendió a 8,9%, luego de tres meses consecutivos estable en 9,0%. Lo anterior se explica tanto por la caída en el nivel de desempleo como por el aumento en la tasa de participación. La tasa de desempleo primaria desestacionalizada se situó en 6,9%, 0,2 punto porcentual por debajo del registro del trimestre móvil anterior, confirmando el cambio en la tendencia al alza que exhibió la primera mitad del año.

Según la información para el Gran Santiago que reporta la Universidad de Chile, durante septiembre la tasa de desempleo fue 11,6%, 1,6 puntos porcentuales menor que la de igual mes de 2003. Descontada estacionalidad, la tasa de desempleo permaneció estable en relación con el registro de junio, lo que es coherente con la información del Instituto Nacional de Estadísticas para la Región Metropolitana.

Las expectativas de las personas y empresas respecto del mercado laboral mejoraron. Según la información que reporta Adimark sobre cuál es la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo a nivel nacional en los próximos doce meses, en octubre hubo una recuperación luego del deterioro de septiembre. Por el lado de las empresas, el indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) de octubre, señala que los empresarios tienen mejores perspectivas de empleo en los próximos tres meses, para los sectores comercio y construcción.

### Precios

En octubre el IPC tuvo una variación de 0,3%, cifra que fue de 0% para el IPCX e IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 1,9%, mientras que el del IPCX se situó en 0,9% y el de IPCX1 en 0,6%. Con estos valores, la inflación subyacente se mantiene estable y claramente bajo el piso del rango meta.

La inflación de octubre estuvo determinada por el rubro transporte, dentro del cual destacó el incremento del precio de la gasolina y el aumento del precio del pasaje de la locomoción colectiva. Al mismo tiempo, los alimentos perecibles presentaron una alta incidencia. Como contrapartida se presentó un descenso de las tarifas eléctricas y una baja de precio de los productos médicos. Respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior, la variación del IPC resultó 0,2 punto porcentual menor, mientras que el IPCX e IPCX1 se sobrestimaron en 0,1 punto porcentual. La mayor sorpresa se atribuye al grupo de alimentos no perecibles, vivienda y productos médicos.

Descontados efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada se redujo en todas las medidas.

Medidas alternativas de inflación subyacente presentaron, en general, leves trayectorias al alza. Se observa un incremento del IPCX2 y de las medias podadas del IPC e IPCX1; solo se registra un leve descenso en la tasa de variación de la media podada del IPCX.

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



En octubre se observó una disminución de los ítems que bajan de precio, contrastando con un incremento de los que suben de precio y de los que no varían.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 14,9% (12,6% en el mes anterior); también aumentó la tasa de variación anual del IPPX3 respecto del mes anterior, llegando a 0,8%. Un incremento se observó también en la variación en doce meses del IPCX3, pasando de -0,6% en septiembre a -0,5% en octubre.

### **Márgenes**

Los márgenes de comercialización, en general, descendieron en octubre. Por una parte, los márgenes de alimentos, obtenidos a partir de los datos del índice de precios al productor (IPP) e IPCX1, muestran una disminución, revirtiendo la tendencia al alza que se venía presentando desde principios del segundo trimestre. También caen los márgenes de medicamentos, obtenidos del índice de precios al productor (IPP) e IPCX1, continuando con una tendencia a la baja. Asimismo, los márgenes de bienes durables del IPC e IPM tuvieron un descenso marginal en el mes.

### **Costos laborales**

En septiembre la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total aumentó a 3,3%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (CMOX), la tasa de variación se mantuvo con respecto al mes anterior (2,3%). Las remuneraciones nominales, a su vez, revirtieron la tendencia a la baja, aumentando 2,9% en doce meses.

En cuanto a los costos laborales unitarios, durante septiembre su tasa de variación anual aumentó, pero sigue siendo negativa. Por otra parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado sin electricidad, gas, agua ni minería (CLUX) descendió.

### **Perspectivas de inflación en el corto plazo**

Concluye su exposición el señor Gerente de Análisis Macroeconómico refiriéndose a las perspectivas de inflación en el corto plazo. Sobre el particular, señala que en noviembre el IPC tendría una variación mensual de 0,1%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 2,3%. Este resultado está principalmente influido por el aumento de \$ 20 en el precio del pasaje de la locomoción colectiva previsto para este mes. El IPCX y el IPCX1 registrarían incrementos mensuales de 0,0% y 0,1% respectivamente, correspondientes a variaciones anuales de 1,2% y 0,9%.

Respecto de la reunión de octubre, se modifican al alza el precio del petróleo y el tipo de cambio. En el primer caso se considera un precio promedio de US\$ 46,6 el barril para el último trimestre del presente año y de US\$ 44 para el primer trimestre de 2005. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, el alza de \$ 20 de la tarifa de la locomoción colectiva de este mes se revertiría solo parcialmente durante el primer trimestre de 2005. La fecha de entrada en vigencia del decreto tarifario del sector telefónico se posterga de noviembre a diciembre, afectando la inflación de ambos meses. En cuanto a las tarifas eléctricas, se estima una incidencia de 0,05 punto porcentual en noviembre por efecto del descenso en el precio de distribución que compensaría parcialmente el incremento de los precios de nudo. A partir de noviembre se incorpora en las proyecciones una rebaja en las tarifas de agua potable debido a los problemas de Aguas Andinas con la planta de tratamiento de aguas servidas La Farfana. Se supone que esta situación se regularizaría durante el primer trimestre del próximo año, lo que afecta el registro de inflación de marzo.

Estimaciones de la inflación IPCX1 a partir de modelos alternativos arrojan inflaciones a diciembre y fines del primer trimestre de 2005 por debajo de las anteriormente señaladas.

4



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

El señor Ministro de Hacienda formula una consulta respecto al precio del petróleo. Señala que en reuniones anteriores se mostraba conforme subían los precios spot, la curva forward se desplazaba paralela hacia arriba. Pregunta si actualmente, dado que el precio del petróleo ha descendido se devuelve sólo el precio spot o la curva forward entera.

El señor Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, responde al señor Ministro, señalando que básicamente la curva se ha devuelto, e indica que hoy día la curva futuro está bastante plana, lo que hace suponer que más bien se debería esperar estabilidad en los precios.

Agrega el señor Ministro a su comentario, que entonces la curva ha rotado, más que haya experimentado un desplazamiento paralelo, lo que confirma el señor Lehmann, ya que ésta se ha aplanado. Asimismo, señala este último, que en el corto plazo tiene pendiente positiva.

Interviene el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García para señalar que hubo un período en que efectivamente se desplazó el precio del largo plazo y también hubo un aumento muy fuerte hace un tiempo atrás que llegó hasta US\$ 55, pero éste no se vio acompañado de un incremento de la misma magnitud en el forward. Los vaivenes más fuertes que hemos visto en las últimas cuatro semanas han sido más bien del spot.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta, que le parece y tiene la sensación de que el mayor precio del petróleo nos sorprendió y no solamente en cuanto a que haya habido menos inflación, sino que también los efectos que dicho aumento ha tenido sobre la actividad han sido menores. En su opinión, no se trata más bien de un trade off en el cual se fue más hacia crecimiento y menos hacia inflación, sino que se fue menos hacia los dos lados.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, hace presente que para efectos del Informe de Política Monetaria, lo que se hizo fue desconocer un poco lo que estaban indicando los bancos de inversiones en esos momentos y se hizo un ajuste de 2-3 décimas respecto a lo que ellos planteaban. Lo que se ha observado, señala, más bien es que, justamente, esas dos o tres décimas son las que se han ido recogiendo por parte de los analistas, a propósito del precio del petróleo.

El señor Lehmann indica que definido cuál es el mejor predictor, mirando todos los bancos de inversiones a un año plazo, lo que hemos obtenido ahora es que los futuros son los que tienen mayor capacidad para anticipar la evolución de los precios. Asimismo, señala que los futuros están en torno a 25 dólares así que habría que pensar en un nivel en torno a 40 dólares.

El Presidente, don Vittorio Corbo hace presente que la proyección que hizo antes de ayer el gobierno americano es 47 el light y ellos revisaron a 45 para el próximo año, el Brent.



En relación a los mercados financieros internacionales, al señor Ministro de Hacienda le parece interesante señalar que, a diferencia de lo observado históricamente, la normalización de la tasa corta americana no ha conllevado un aumento de los spreads. Ello, agrega, podría ser un buen augurio respecto de que, eventualmente, la posibilidad de un desplazamiento del portafolio desde los países emergentes hacia las economías industrializadas producto de la normalización de las tasas podría ser más atenuado.

Respecto a los mercados financieros domésticos, el señor Ministro de Hacienda señala que le llama la atención que en los últimos 15 días los papeles nominales del Banco Central de Chile han caído mucho más que los papeles reales (30-40 puntos base).

El Presidente, don Vittorio Corbo estima, con respecto a lo anterior, que el mercado comienza a entender que el Banco Central de Chile no está detrás de la curva.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera hace presente que ese efecto, por el tipo de composición del portafolio, debería ser mucho más visible en los papeles largos en UF que en los papeles en pesos. Agrega, que el mercado está segmentado de esa forma, los fondos de pensiones privilegian en primer lugar sus inversiones en UF.

Respecto al comentario efectuado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, de la demanda interna y a un diagnóstico más preciso de si el mayor dinamismo del componente del gasto se debe a consumo interno o acumulación de existencias, el Consejero señor Manuel Marfán piensa que eso puede deberse más bien a un anticipo de un consumo importante a fin de año. O sea, si la economía va bien, se anticipa que las ventas navideñas van a estar buenas por ejemplo, entonces, lo natural y lo normal es empezar a construir los inventarios desde ya.

Con respecto a actividad y empleo, el Consejero señor José De Gregorio recuerda que en el Informe de Política Monetaria de enero o en el de mayo había un recuadro que contenía la inversión sectorial. Señala que le parecería conveniente actualizar esos datos.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que en el Informe de Política Monetaria del mes de mayo, se presentó un cuadro detallado de la inversión porcentual que se podría actualizar.

En cuanto a empleo y desocupación el señor Ministro consulta cuál es la explicación del incremento de la fuerza de trabajo femenina. El Consejero señor Manuel Marfán señala que una posibilidad es que durante 10 años, hasta el inicio de la crisis del 98, la fuerza de trabajo femenina estaba creciendo por sobre 3% al año, en promedio. Hay un aumento estacionario, secular, del empleo femenino y más bien cree que la excepción fue el período de los años bajos y que ahora estaría retomando ese ritmo secular. Indica que el nivel de la tasa de participación de mujeres en Chile sigue siendo de las más bajas de América Latina y a su vez, de las más bajas del mundo.



El Gerente de División Estudios señala que tenemos una fuerza inflacionaria detrás de nuestro escenario base, lo que se debe a que después de varios años de depreciación y otros factores de costo suponíamos que los márgenes estaban muy comprimidos, cosa que podemos verificar en muchas de nuestras medidas y suponíamos, por lo tanto de que a pesar que la brecha es negativa hoy día y, por lo tanto, por ese motivo debiera bajar la inflación, tenemos una aceleración de ella, pero no porque la brecha vaya a ser pequeña en el futuro sino por la fuerza de descompresión de márgenes.

En el escenario base, al final la inflación tiene que ver con expectativas hacia delante si hay ancla, brechas, y esa brecha hoy día es una fuerza aún deflacionaria porque el desempleo está por sobre y márgenes. El diagnóstico de margen teníamos una fuerza inflacionaria que venía básicamente de que nosotros habíamos visto una depreciación del tipo de cambio bastante fuerte, que no se había traspasado nunca a precios. Señala que lo expuesto es un tema central en el Informe de Política Monetaria.

El señor Ministro dice que lo anterior depende de si la caída de márgenes tiene que ver con guerra de precios para complicar mercados o tiene que ver con cambio en la productividad de la cadena de distribución.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera dice que es difícil zanjar la discusión, pero señala que gran parte de las ventas de durables, de vestuario, de las cosas que estamos viendo son ventas a través de cadenas de departamentos, que venden el 80% con crédito. La estrategia que han usado, porque el margen se ha ido agrandando en la parte financiera, es reducir el margen de precios, probablemente en un escenario en que las tasas aumenten, o en un escenario donde esos márgenes vayan disminuyendo en ese sentido. Ello podría reducir también el incentivo a tener este otro margen tan extraordinariamente comprimido. Entonces cree que allí hay un factor que también puede ser transitorio dentro de este análisis de márgenes.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala, que a lo anterior hay que agregarle también el hecho de que existe aumento de productividad muy fuerte también en la cadena de distribución.

El Consejero, señor Manuel Marfán indica que la curva de Phillips que uno debería intentar construir es una curva que en vez de tener brecha con inflación más bien uno debería tener, no se si existirá algo parecido a una brecha de consumo, pero algo que tenga que ver con el comportamiento de consumo y la inflación de estos bienes.

El Consejero, señor Jorge Desormeaux señala que la información que se tiene de las grandes tiendas, básicamente, indica que el mercado interno todavía muy poco dinámico, márgenes extraordinariamente apretados, y estas empresas han aprovechado las grandes ganancias en productividad que han tenido, las economías de escalas y las nuevas tecnologías para reducir sus costos. Pero en el fondo, lo que se desprende de todo esto es que cuando el consumo interno comience a acelerarse, ellos van a empezar a normalizar esos márgenes.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés señala que otro punto es el efecto calidad. Lo que ha pasado estos años también, es que por la competencia de China y por otras razones, la calidad de cada producto es mucho menor y eso no se refleja en nuestros índices de precios. Podría ser el caso, además, de que la demanda por calidad sea cíclica y cuando se demande mayor calidad veamos un repunte de precios, que estos márgenes, obviamente, no toman en cuenta.



El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 70.

No se encuentran presentes en la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán, la Asesora Macroeconómica, doña Bernardita Piedrabuena Keymer y la Secretaria Ejecutiva de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo.

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2% anual, luego de incrementarla en 25 puntos base el mes anterior. En la última reunión se consideró que el ritmo de crecimiento de la actividad y del gasto interno se había fortalecido, en particular el de la inversión, y que, más allá de los efectos de los precios internacionales de los combustibles, la inflación continuaba baja, lo que se apreciaba en las medidas de inflación subyacente y en la evolución de las presiones de costos. En el comunicado respectivo, el Consejo reafirmó que, en el escenario más probable, continuaría reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente.
2. Como se analiza en la minuta de antecedentes, las principales tendencias observadas hasta la última reunión se han acentuado. El ritmo de crecimiento del PIB y del gasto durante el tercer y cuarto trimestres se aprecia aún más robusto, mientras las medidas de la tendencia inflacionaria son especialmente reducidas, al igual que el ritmo de aumento de los costos. Por otro lado, y a pesar de haberse modificado las proyecciones para el precio del petróleo, su evolución de los últimos días y la mayor estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio reducen la importancia de estos dos *shocks* de oferta en comparación con la que parecieron tener en la reunión anterior. Finalmente, el mercado del trabajo mostró cifras claramente mejores que las de los últimos meses.
3. Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla en una magnitud a analizar.
4. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar la tasa de interés.
5. El principal argumento a favor de mantener la tasa de política monetaria en la reunión actual es la reducida inflación subyacente observada en los últimos meses, así como el limitado aumento que muestran los costos laborales unitarios y la inflación importada medida en pesos. Estos últimos reflejan la acotada expansión de los salarios nominales, los aumentos de la productividad de los últimos trimestres —especialmente en el sector industrial—, así como la evolución del tipo de cambio en los últimos dos meses. Las distintas medidas de la tendencia inflacionaria se ubican bajo el rango meta y, en lo más reciente, acusan un estancamiento e incluso una reducción de su velocidad de expansión. Este cuadro también ha significado que la inflación subyacente IPCX1 se ubique de manera bastante persistente por debajo de lo proyectado. Aunque estos errores de proyección no tienen una interpretación evidente —podrían incluso concebirse como mayores presiones inflacionarias a futuro si mecánicamente se asociaran a una comprensión de márgenes— su persistencia probablemente sea síntoma de que los márgenes están menos comprimidos de lo supuesto en el escenario central, lo que significa una evolución de la inflación subyacente hacia

20



delante más acotada, al menos en el corto plazo. A este respecto, cabe notar que durante los últimos meses los modelos de proyección que no consideran márgenes han estado más cerca de la inflación subyacente efectiva, y que estos mismos modelos proyectan una inflación subyacente entre medio y un punto por debajo del 2,2% considerado en el escenario central para un horizonte de seis meses.

6. Sin embargo, también hay argumentos en contra de la opción de mantener la tasa de política monetaria. Primero, el mayor crecimiento del PIB y del gasto implican una reducción de las holguras de capacidad más rápida que la prevista, lo que sería coherente con mayores presiones inflacionarias. Estas presiones podrían tomar algún tiempo en manifestarse, pero dados los rezagos que tiene la política monetaria en surtir efectos, tales presiones justifican continuar la normalización de la política monetaria de manera de no exacerbarlas y permitir compatibilizar el mayor dinamismo económico con una inflación proyectada en 3%. Ello toma más importancia por el nivel especialmente reducido que tiene hoy la tasa de política monetaria. Segundo, si se compara con la situación de hace algunos meses, la expansividad de la política monetaria, si algo, estaría aumentando bajo la opción de mantener la tasa de política monetaria. Ello se refleja, por una parte, en tasas reales ex ante menores por la gradual normalización que han tenido las expectativas de inflación y, por otra, en el dinamismo generalizado que exhiben los distintos agregados monetarios y crediticios. Y tercero, aún cuando se considere que la reducida inflación subyacente IPCX1 sea síntoma de menores presiones implícitas, los modelos alternativos —que no consideran márgenes— de todas formas proyectan un gradual aumento de esta inflación. Por lo tanto, es difícil pensar en una disminución de la inflación en el mediano plazo, sobre todo considerando la reducción más rápida de holguras de capacidad que se está observando en la actualidad.
7. Por otro lado, el aumento del ritmo de crecimiento de la economía es la principal justificación para aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión. En principio, se puede argumentar que de no haberse producido novedades por el lado de la actividad y los precios, la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base sería el paso coherente con la idea de ir reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario, luego de una reunión en que se mantuvo la tasa de interés, pero no se cambió la estrategia de gradual normalización considerada en el último Informe de Política Monetaria. Sin embargo, las consecuencias para las presiones inflacionarias del significativo aumento del crecimiento previsto para la segunda mitad de este año, el que sea un fenómeno relativamente generalizado entre sectores y con un creciente protagonismo de la inversión, y la persistencia de condiciones externas favorables para el crecimiento, podrían fundamentar un aumento de este ritmo. Ello podría eventualmente justificar un incremento mayor en esta reunión, o bien aumentos más seguidos de la tasa de política monetaria en dosis de 25 puntos base.
8. No obstante lo anterior, los datos de inflación y de costos sugieren que podría ser apresurado acelerar la normalización de la política monetaria. Aunque no es posible determinar con precisión cómo influyen conjuntamente los nuevos antecedentes de menor inflación y mayor crecimiento sobre la trayectoria probable de la inflación en el horizonte relevante de política, es difícil argumentar que ellos lleven a una menor inflación en un plazo mediano. Pero tampoco es evidente que estos antecedentes lleven necesariamente a una mayor inflación en ese plazo, pues cualquier análisis depende críticamente de cómo se interprete la reducida inflación subyacente actual. De esta manera, el panorama de acotado aumento de los precios (más allá de la volatilidad que le imprimen los precios de los combustibles) permite mantener el ritmo pausado de normalización, a pesar del mayor dinamismo de la actividad y del gasto.

19



9. Las implicancias que tiene la volatilidad del precio del petróleo para las opciones de política de hoy parecen ser menos relevantes, debido a la gran incertidumbre reinante respecto de la trayectoria futura de este precio y las dificultades para determinar con precisión los efectos que genera un *shock* de este tipo, por tener componentes tanto de precios como de actividad, así como la posibilidad de una reversión. En la práctica, hasta ahora la estrategia de política monetaria no ha sufrido modificaciones de importancia que puedan asociarse a una acción preventiva por cambios de escenario en el precio del petróleo. Más bien, dado el nivel al que había llegado la inflación y la credibilidad monetaria existente, la reacción ha sido esperar a ver cómo se manifiestan los efectos de este *shock* antes de modificar el curso de política. Bajo este mismo prisma, el cambio de supuestos o, alternativamente, la drástica caída que muestra el precio del petróleo en los últimos días (que a su vez impone una mayor cuota de incertidumbre respecto de las nuevas proyecciones) no deberían por el momento modificar la estrategia de normalización pausada.
10. Respecto de aspectos tácticos, cabe mencionar primero que una mayoría relativa del mercado y de los analistas espera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base para esta reunión. Ello permite esperar reacciones menores en los mercados financieros —incluyendo el tipo de cambio— de un alza de la tasa de política monetaria de esa magnitud. Por el contrario, la mantención sí podría tener efectos algo más marcados, reduciéndose las tasas de mercado y depreciándose el tipo de cambio.
11. También desde el punto de vista táctico, aumentar 25 puntos base parece ser la opción más coherente si la decisión es mantener el escenario base de reducción pausada considerado en el Informe de Política Monetaria. En efecto, una secuencia 25-0-0 puede ser excesivamente pausada y arriesga que el mercado entienda que se está cambiando la estrategia. En esta oportunidad, además, se estaría validando una trayectoria de tasas de mercado que parece ser coherente con la estrategia planteada.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera señala que el análisis efectuado por la Gerencia de División Estudios es bastante completo. Asimismo, indica que está de acuerdo con la propuesta que ha efectuado esa Gerencia. Cree que los antecedentes dan cuenta de una economía que está creciendo con un alto dinamismo, al mismo tiempo da cuenta de que la economía tiene capacidad para responder frente a este dinamismo y a las presiones inflacionarias. Por lo tanto, es adecuado que la economía siga creciendo en su potencial para terminar de absorber esas holguras, pero dado el ritmo de crecimiento y el nivel de aceleración que es necesario aplicar en la demanda, una reducción de ese impulso y con las consideraciones tácticas que ha mencionado el señor Gerente de la División Estudios, puede estimarse que 25 puntos base parece ser una dosis apropiada.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann indica que también coincide con el análisis que se ha hecho respecto a inflación y actividad. Concuera también con la percepción que en este momento 25 puntos base está en la dirección comunicacional que ha hecho el Banco Central anteriormente, y es consistente también con los mayores niveles de actividad que estamos observando. Por lo tanto cree que es la decisión apropiada en esta oportunidad.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el informe y análisis del staff, debido a que dadas las novedades que ha mostrado la información reciente, ha estado particularmente ordenado.



Hace presente el Consejero señor Marfán, que la información dada muestra un repunte no previsto de la actividad en los meses recientes, liderado por el volumen de exportaciones y por la inversión. El consumo en tanto, se ha mantenido dentro del rango esperado. La inflación subyacente por otro lado se mantiene baja. A pesar de la tendencia actual a la baja en el precio internacional del petróleo, su nivel sigue siendo elevado respecto a lo que se esperaba en el Informe de Política Monetaria del mes de septiembre pasado. En este plano se estaría materializando el escenario de riesgo previsto. Como bien lo apunta el informe de opciones de la Gerencia de División Estudios, la información es mixta y puede justificar ya sea un alza, o mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. Cualquiera de las dos alternativas es consistente con una normalización pausada de la política monetaria.

Por lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Marfán se inclina en esta ocasión por elevar en 25 puntos base la tasa de política monetaria. Señala dos razones, la primera, que se trataría de una decisión ampliamente esperada por el mercado, aunque ésta no es una razón en sí misma para las decisiones del Banco Central de Chile, ante información mixta, lo esperado por el mercado puede ser una buena consejera. En segundo lugar, la normalización de las variables reales no requiere de una instancia de política monetaria tan expansiva como la actual. Cabe recordar que entre enero y la actualidad, la inflación ha aumentado en términos anuales en más de 25 puntos base, que es lo que ha subido la tasa de política monetaria. Ya en la información reciente no se requeriría ese grado de expansividad en la política monetaria.

Finalmente indica, que por ningún motivo debiera interpretarse un eventual aumento en la tasa de política monetaria, en esta ocasión, como una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria. Por el contrario, este camino debe seguir siendo pausado.

En virtud de lo anterior, el Consejero señor Manuel Marfán vota por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que el informe que se ha presentado destaca que en las últimas semanas se han consolidado dos tendencias. La primera es un fuerte crecimiento de la economía y así tenemos por ejemplo que el ritmo de crecimiento del PIB ha pasado de tasas en torno al 5% en el primer semestre a tasas que se aproximan al 6% en el segundo. El crecimiento del gasto ha pasado de cifras en torno al 5,5% a cifras que probablemente bordeen el 7% el segundo semestre. Nuestras importaciones están creciendo también a un ritmo muy elevado, 30% anual y tenemos también niveles mensuales que se acercan a los dos mil millones de dólares, muy por encima de lo que se tenía a comienzos de este año.

Asimismo, indica que frente a esta tendencia existe otra en dirección opuesta que muestra reducidas presiones inflacionarias, particularmente a nivel de las mediciones subyacentes. Si bien estas dos tendencias apuntan en direcciones opuestas, y no está claro el mecanismo detrás de la menor inflación subyacente, en opinión del señor Desormeaux la persistencia de la primera tendencia es claramente mayor, lo cual redundará necesariamente en una aceleración de la inflación en el horizonte de política monetaria. Ello significa que el Banco Central debe mantener su estrategia de normalización de la tasa de política monetaria, en particular, aumentar la tasa de política monetaria en la reunión de hoy. Otras razones para justificar un aumento de la tasa de política monetaria fueron señaladas, como la importante expansividad que tiene la política monetaria de hoy, que en la práctica es mayor que en meses anteriores, a raíz de la normalización que experimentan las expectativas de inflación. Una manifestación de esto es el fuerte crecimiento de los agregados monetarios, que en el caso de M1 bordean el 30% anual, por encima de lo que consideraríamos adecuado para el actual crecimiento de la actividad económica. La decisión de hoy se enmarca además en un contexto en que la Reserva Federal y otros bancos centrales están subiendo sus tasas de política monetaria. Por lo tanto, no subir la tasa de política monetaria hoy día, significaría un desalineamiento también en materia cambiaria.

hp



Finalmente, hace presente el Consejero señor Desormeaux que el mercado, como se señaló, espera un alza de la tasa de política monetaria en el día de hoy de 25 puntos base, y de no hacerlo estamos arriesgando confundirlo, ya que podría pensar efectivamente que estamos introduciendo un cambio de estrategia.

En consecuencia el Consejero señor Jorge Desormeaux se inclina por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle comenta que, de acuerdo a lo que se ha visto, el conjunto de antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios, llevan a que las opciones a considerar en la reunión de Política Monetaria de hoy sean la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual o un aumento moderado de ella. Ambas tienen argumentos justificados a su favor. Si por un lado, se consideran las novedades provenientes de la inflación y los costos, se constata que las expectativas inflacionarias permanecen ancladas; los costos laborales siguen sin generar grandes presiones; los márgenes de comercialización han retrocedido, la estructura de tasas de interés y la evolución de precios claves (tipo de cambio, cobre y petróleo) se muestran incluso más favorables ahora que en la reunión pasada. Por lo tanto, esto fundamenta que los últimos registros inflacionarios, específicamente los subyacentes, se hayan ubicado por tercer mes consecutivo bajo lo previsto. Señala que es evidente, entonces, que si se centraran exclusivamente en estos antecedentes, la decisión de hoy estaría sesgada a la mantención de la tasa de política monetaria.

Sin embargo, hace presente, que las novedades más importantes del último mes han provenido de la mayor actividad económica generalizada en todos los sectores productivos. En este sentido, el impulso monetario doméstico y las condiciones internacionales han propiciado que el ritmo de crecimiento del producto y del gasto interno muestren más fuerza en su expansión que la prevista, lo que también implica una reducción más intensa en las holguras de capacidad. Además, es importante considerar que los registros de inflación de corto plazo han continuado influidos por las bajas variaciones en los precios que se observaron a fines del año anterior y comienzos de éste. Estos antecedentes, junto al nivel evidentemente bajo de la actual tasa de política y la estrategia adoptada en septiembre pasado de reducción paulatina del mercado estímulo monetario, indican que la economía requiere una política monetaria menos expansiva que la actual, lo que es compatible con un aumento de 25 puntos base en la reunión de Política Monetaria efectuada hoy. Esta alza acotada no debiese generar un gran efecto en las cifras, pero sí permite continuar con este tránsito gradual a tasas más neutrales y nos deja en una posición que permite tomar acciones menos agresivas en el futuro, cuando estas mayores cifras de actividad y gasto se traduzcan también en mayores presiones inflacionarias. Además, a partir de octubre y por cierto en noviembre, hemos empezado a proyectar una convergencia al centro del rango desde arriba del 3% en el horizonte de política, con el consiguiente riesgo de sobrepasar el techo de 4% si la mayor actividad mundial y/o los mayores precios de los combustibles introducen presiones adicionales. Dados los rezagos con los que actúa la política monetaria, tomar una acción preventiva en esta oportunidad es consistente con el dinamismo que está mostrando la economía y con el objetivo inflacionario de 3% en 24 meses. Por estas razones vota por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

Como consideración final, la Consejera señora María Elena Ovalle, estima importante enfatizar que el principal objetivo es la inflación, y clarificar que una mayor actividad como la que se está observando, en algún momento puede traducirse en mayores niveles de precios. Es decir, que no se entienda que se está reaccionando ante estos mayores indicadores de actividad, sino más bien a sus efectos sobre la inflación, ante lo cual corresponde una medida precautoria como esta alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.



El Consejero José De Gregorio indica que las noticias de actividad han sorprendido por lo elevadas, lo que haría suponer que habrá presiones inflacionarias que obliguen a reducir el impulso monetario. Sin embargo, también señala que las noticias inflacionarias han sido sorprendentemente bajas. La pregunta entonces es cuál de las dos sorpresas tiene mayor peso respecto a la proyección futura de inflación y del cumplimiento de la meta en el horizonte de 12 – 24 meses, que es el horizonte relevante.

A juicio del señor De Gregorio, se justifica un alza de tasas dados los efectos rezagados de mayor actividad sobre la inflación, y de no aumentar las tasas, se podría llegar tarde y terminar con alzas más abruptas. Esto sería muy costoso para la credibilidad y efectividad de la política monetaria, así como el cumplimiento de la meta. Sin embargo, alguien podría decir que nos podemos equivocar subiendo tasas sin dar peso a indicaciones de inflación, por motivos tal vez de productividad o competencia, se mantenga baja por un tiempo más prolongado de lo esperado. Lo que cabe preguntarse es si esto es costoso. En opinión del señor De Gregorio, el costo de este error es menor, y además piensa que esto es más improbable. La razón de lo anterior es que la tasa de interés ha caído durante el año, de modo que el alza de tasas es apenas para compensar un aumento de la inflación esperada.

Hace presente el Consejero De Gregorio que en enero, con una tasa de política monetaria de 1,75% la inflación esperada en el Informe de Política Monetaria para diciembre de 2004 era 2%, sin embargo la última estimación es que será 2,6%. Asimismo, indica que las predicciones a diciembre de 2005 son similares, pero ciertamente sujetas a un mayor margen de error. Por lo tanto, está de acuerdo en subir la tasa hoy en 25 puntos base con un impulso monetario similar al de principios de año. Por esta razón, tampoco cree descartable subir la tasa de política monetaria en 50 puntos base, aunque las noticias inflacionarias sugerirían un grado de cautela y esta cautela es más consistente con una reducción gradual del impulso monetario.

Indica, por otra parte, que la economía ha estado creciendo vigorosamente más allá de lo esperado.

En virtud de lo anterior cree que se debería subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor José De Gregorio señala que en la preparación del Informe de Política Monetaria correspondiente al mes de enero, se tenga una buena evaluación de cómo han ido cambiando nuestras perspectivas inflacionarias. Hemos estado siempre sobre estimando la inflación. Indica que es algo relevante, pues el régimen inflacionario se ha modificado después de los significativos cambios de política macroeconómica que han ocurrido desde 1999 con la flotación cambiaria, la inauguración de un esquema más riguroso en metas de inflación, el inicio de una nueva regla fiscal, crecientes grados de apertura comercial y financiera, etc. Hoy en día se está ante un nuevo régimen y los modelos y parámetros pertenecen a un modelo de política macro distinta.



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que los desarrollos recientes en nuestra economía han sido muy favorables. De una parte, ayudado por un favorable entorno externo y una política monetaria expansiva, en los últimos dos meses el crecimiento ha continuado tomando fuerza empujado por el alto dinamismo de la inversión y las exportaciones. Por otra parte, a pesar del pronunciado salto en el precio del petróleo y la aceleración del crecimiento, la inflación subyacente se ha mantenido acotada gracias a los moderados aumentos de costos y la alta credibilidad de la meta de inflación de un 3% anual. Sin embargo, con un crecimiento del producto por encima del crecimiento del producto potencial, las brechas de capacidad se están reduciendo a una velocidad mayor de lo previamente anticipado lo que, de mantenerse, aumenta el riesgo de una aceleración de la inflación a las tasas de interés actuales. En estas circunstancias, lo que corresponde es continuar con el proceso pausado de acercar la tasa de interés hacia un valor más neutral, esto es, compatible con mantener, en el mediano plazo, la inflación cercana a la meta y el producto cercano al potencial. A través de esta política de aumentos graduales y pausados en la tasa de política monetaria se reduce el riesgo de tener que introducir, más adelante, alzas más abruptas en la tasa de interés para mantener –en un horizonte de doce a veinte y cuatro meses- la inflación en torno a la meta. Por lo tanto, señala que también vota por un aumento de 25 puntos base de la tasa de política monetaria.

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

70-01-041112 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se aumenta en 2,25% anual.

III. Comunicado

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

Desde la última reunión, se han acentuado las principales tendencias observadas en ese momento en la economía nacional, con una inflación acotada y una actividad más dinámica. En efecto, el ritmo de crecimiento de la actividad y del gasto interno se ha ubicado por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La inversión ha tomado mayor dinamismo, el volumen de exportaciones ha aumentado su crecimiento, mientras los indicadores de consumo no muestran signos de debilidad. Adicionalmente, se observan mejores cifras en el mercado laboral.

En cuanto a la inflación, ésta ha continuado en niveles reducidos, a pesar del mayor precio internacional del petróleo. Esta situación es especialmente evidente en las medidas de inflación subyacente (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles), las cuales siguen presentando bajas tasas de aumento mensual y se ubican por debajo de lo proyectado. El ritmo de aumento moderado de los costos, especialmente los laborales, ha contribuido a mantener acotadas las presiones inflacionarias.

4



El Consejo estima que, a pesar del mayor dinamismo económico, las reducidas presiones inflacionarias actuales y las holguras de capacidad posibilitan, en el escenario más probable, la mantención de una trayectoria de reducción pausada del mercado estímulo monetario. Lo anterior es coherente con una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

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

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN  
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

  

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALLI  
Ministro de Fe