

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 66 celebrada el 12 de agosto de 2004

Asiste 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, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Se encuentran presentes los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Asiste también, especialmente invitada, la Asesora del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de antecedentes

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

Síntesis del mes

Desde la última Reunión de Política Monetaria, el escenario externo ha mostrado algunas señales menos auspiciosas, principalmente por el fuerte incremento del precio del petróleo y el relativo menor dinamismo en Estados Unidos, pese a lo cual el entorno sigue siendo favorable. En el país, las noticias del mercado laboral han

tendido a confirmar que las implicancias del incremento de la desocupación observado por el Instituto Nacional de Estadísticas no son del todo evidentes, mientras que se ha consolidado un crecimiento de la actividad y del gasto, sobre todo de la inversión, superior al previsto hace apenas un par de meses. La inflación subyacente, en tanto, sigue en una trayectoria de normalización, aunque el actual panorama para el precio del petróleo probablemente lleve a la inflación del IPC hacia 3% un par de trimestres antes de lo esperado.

El favorable escenario externo se ha mantenido en el último mes, a pesar de que el mercado laboral y la actividad global en Estados Unidos de América se han mostrado menos dinámica que lo esperado por el mercado. En cuanto al crecimiento, lo anterior se ha visto compensado por el mayor dinamismo de otras zonas económicas relevantes para Chile, en particular Japón y América Latina. Por el lado de los términos del intercambio el precio del cobre se ha mantenido elevado, pero el actual precio del petróleo supera sustancialmente lo previsto, lo que motiva una modificación del panorama de corto y mediano plazo para el precio de este commodity. La ausencia de presiones inflacionarias significativas en el mundo ha permitido que se mantengan las condiciones financieras favorables, acomodando de hecho el menor dinamismo de la economía estadounidense. Las perspectivas de los mercados respecto de la trayectoria al alza de la tasa de fondos federales no han cambiado respecto de un mes atrás. Por su parte, el entorno financiero que enfrentan economías emergentes sigue siendo positivo, lo que se manifiesta en spreads reducidos y estables desde el mes pasado.

En los mercados financieros internos se aprecia con aún mayor nitidez el impulso de la política monetaria. Las tasas de interés de colocación se han mantenido estables, pero el crédito de consumo y de vivienda sigue tomando fuerza y los recargos financieros de los bonos corporativos y letras para la vivienda siguen reduciéndose. Además, y a diferencia de lo ocurrido durante casi todo el año 2003, durante este año el conjunto de los agregados monetarios ha presentado tasas de crecimiento positivas y de magnitud significativa en varios casos.

Los diversos indicadores de actividad y gasto también muestran que el crecimiento en el corto plazo ha tomado más fuerza que la anticipada. En particular, el mercado inmobiliario, las importaciones de bienes de capital y el consumo durable muestran niveles significativos, mientras el sector externo indica que las exportaciones netas están contribuyendo al crecimiento de la demanda agregada algo menos que lo anticipado. El debilitamiento de algunos indicadores de expectativas de los hogares parece estar básicamente vinculado con el efecto del mayor precio de los combustibles, no habiendo por ahora mayores motivos para que se vea afectada la actual velocidad del consumo privado.

En el mercado laboral, la información más reciente afirmó la visión de que lo que se está dando es un cambio al interior del mismo, que incide, de manera transitoria, en la tasa de desocupación medida por el Instituto Nacional de Estadísticas. El empleo asalariado, en particular, ha continuado creciendo a tasas importantes, mientras la ocupación por cuenta propia ha seguido revirtiendo el fuerte crecimiento que presentó el año 2003. Fuentes alternativas coinciden en un mejor panorama del mercado laboral. La encuesta de ocupación de la Universidad de Chile reveló una reducción significativa de la desocupación en el Gran Santiago; las vacantes en términos desestacionalizados crecieron en julio; y el empleo que mide la Asociación Chilena de Seguridad continúa aumentando con firmeza.

Por el lado de la inflación, la principal novedad es la incidencia —directa e indirecta— del alza de los combustibles. En la medida en que el precio del petróleo se ubique por sobre los US\$ 35 el barril en lo que resta de 2004, ello llevará a que la inflación en doce meses del IPC total alcance cifras en torno al centro del rango meta entre fines de este año y principios del próximo, registros prácticamente un punto superiores a los esperados en mayo. Adicionalmente, se producirá un grado de volatilidad, de magnitud y temporalidad aún no demasiado precisas, por la variación de tarifas de diverso tipo. La tendencia subyacente de la inflación anual, en tanto, no mostró sorpresas significativas en julio, esperándose que supere el 2% durante el primer trimestre del próximo año.

El panorama externo esperado para la economía chilena sigue siendo favorable, a pesar del relativo menor dinamismo de Estados Unidos de América y del mayor precio del petróleo, esto último considerado como escenario de riesgo en el Informe de Política Monetaria de mayo. El precio del cobre continúa alto, las condiciones financieras internacionales siguen relajadas y la preocupación respecto de la desaceleración de la economía China se ha disipado por ahora.

1.1.1. Escenario internacional

Las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen prácticamente inalteradas desde la reunión pasada, no obstante se registra algún cambio de composición entre regiones. Por un lado, las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América se revisaron a la baja en 0,5 punto porcentual para el bienio 2004-2005, principalmente porque se incorporaron datos efectivos. Por otro, las proyecciones de crecimiento para Japón y América Latina se revisaron al alza en 0,5 y 0,4 punto porcentual, respectivamente. De este modo, la proyección de crecimiento mundial a paridad del poder de compra se ubica en 5,0 y 4,3% para el 2004 y el 2005, respectivamente. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales, en tanto, se sitúa en 4,6% el 2004 y 3,7% el 2005.

La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos de América, se asocia con la primera estimación del PIB del segundo trimestre de 2004: 3% trimestre/trimestre anualizado. Si bien la composición del PIB indica una desaceleración del crecimiento del consumo privado, la inversión sigue creciendo a tasas de dos dígitos. Se espera que la dinámica del consumo durante el segundo trimestre sea transitoria, en la medida que se mantengan las positivas cifras de confianza de consumidores y que la desaceleración reciente de la creación de empleos se revierta. Más aún, considerando que durante el año ya se han generado más de un millón doscientos mil empleos y que las cifras de inversión, actividad industrial y servicios, así como las expectativas respecto de su evolución futura, se mantienen positivas. En la zona euro, los indicadores del segundo trimestre continúan mostrando signos de repunte en el crecimiento, dinámica que, no obstante, es asimétrica entre países. Cabe destacar, sin embargo, una mejora en los indicadores de confianza empresarial de las tres principales economías de la zona durante julio. En Japón, los indicadores divulgados las últimas semanas validan mejores perspectivas de crecimiento, apoyadas en señales más claras de recuperación de la demanda interna. Ello se suma a la dinámica exhibida por el sector externo, que se ha constituido en el principal motor del crecimiento nipón.

Durante las últimas semanas el precio del cobre retomó una trayectoria al alza, situándose en torno a US\$ 1,30 la libra. Esto refleja el fuerte crecimiento mundial, un atenuado temor respecto de una desaceleración de China y una lenta respuesta de la oferta frente a este escenario. Asimismo, se observa una participación más activa de los agentes especuladores durante las últimas semanas. A futuro sigue anticipándose una declinación de este precio, asociada al desarrollo de nuevas inversiones. Con todo, y en coherencia con los fundamentos de este mercado, la proyección para el precio del cobre se eleva a US\$ 1,26 la libra el 2004 y US\$ 1,12 el 2005.

El aumento del precio del petróleo de las últimas semanas indica la materialización de uno de los escenarios de riesgo previstos en el Informe de Política Monetaria de mayo. Pese a que la mayor producción de la OPEP y la entrega del poder político en Irak por parte de Estados Unidos de América llevó al precio del petróleo a cerca de US\$ 33, este descenso fue transitorio. En la actualidad el precio del crudo ha retornado a niveles por sobre los US\$ 40 el barril, con lo que el promedio para lo que va del año se ubica en US\$ 34,4. El aumento del precio del petróleo responde tanto a factores coyunturales como fundamentales. Entre estos últimos, la fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), inventarios históricamente bajos y espacios limitados para incrementar la oferta. Lo anterior sugiere subir las proyecciones del precio del crudo, especialmente pronunciada para el 2005. De este modo, el 2004 el precio promedio se ubicaría en US\$ 35 el barril, para llegar a US\$ 34 el 2005.

Los indicadores financieros de los mercados desarrollados siguen, en términos generales, señalando un escenario similar al prevaleciente la reunión pasada. Por una parte, el rendimiento de bonos de largo plazo de las economías desarrolladas registró alguna volatilidad en el curso de julio ante la publicación de ciertos indicadores de actividad. Más recientemente, luego de la publicación de datos del mercado laboral de Estados Unidos de América éstos descienden, situándose en 4,3% el bono americano y en 4,1% para el europeo, en torno a 15 puntos base menos que al cierre de la reunión pasada. Por otra parte, el dólar que había mostrado alguna apreciación con respecto a las principales monedas, en la actualidad se encuentra en niveles similares a los de principios de julio. Finalmente, las bolsas, especialmente aquéllas en las cuales los sectores tecnológicos tienen mayor relevancia, descendieron en el mes. Tanto la bolsa japonesa como el Nasdaq en Estados Unidos de América cayeron en torno a 6% en las últimas cuatro semanas.

Las expectativas respecto de la trayectoria del proceso de alzas de tasas de interés en Estados Unidos de América no variaron en el último mes. Así, la tasa de interés de los fondos federales terminaría el año en 2%, con movimientos paulatinos de 25 puntos base. En esa dirección se enmarca el aumento de la tasa de política por parte de la Reserva Federal el 10 de agosto, para llevarla a 1,5%. Lo anterior se refuerza tras el comunicado de la autoridad monetaria, que mantiene los riesgos balanceados y el lenguaje referente a la velocidad mesurada que tendrá el proceso de alza de tasas de interés. Destaca en el comunicado que la Reserva Federal atribuye la desaceleración en la tasa de crecimiento de la economía y en la creación de empleo, en parte, al incremento sustancial en los precios de energéticos y que la trayectoria de la inflación está influida por factores transitorios. Esto último se ve reflejado en la moderación de la inflación medida por el deflactor del consumo personal subyacente (PCE core). En la zona euro, se han fortalecido las expectativas de una mantención de la tasa repo en sus niveles actuales por lo que resta de 2004. Esto, en un contexto en que las señales de recuperación en la actividad económica son aún modestas y la inflación subyacente se mantiene en torno al nivel objetivo.

Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes han mejorado en las últimas semanas, gracias al descenso de los spreads de riesgo crediticio, en tanto que las tasas de interés de largo plazo se encuentran en niveles similares. Además, la mayor certidumbre respecto del proceso de alzas de tasas de interés en las economías desarrolladas, conforma un panorama más beneficioso para los flujos de capitales hacia los países emergentes. En particular, se observa una mayor disposición de los inversionistas extranjeros a invertir en mercados emergentes, la que se evidencia en la favorable acogida de las colocaciones de Brasil, Turquía y Filipinas.

1.1.2. Mercados Financieros

En su conjunto, los mercados financieros muestran que el impulso de la política monetaria se ha afianzado, o incluso incrementado. Ello se aprecia en un número de indicadores, tales como las condiciones de financiamiento para el consumo y la vivienda, los spreads de bonos corporativos y los buenos resultados de la emisión de acciones, y el importante incremento de los distintos agregados monetarios.

Tasas de interés y expectativas

Desde la última reunión, la trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central ha dependido principalmente de las expectativas de inflación y, en lo más reciente, de la evolución de las tasas externas. Así, las tasas de interés de los instrumentos reajustables descendieron entre 30 y 40 puntos base durante el mes, ubicándose en 2,1 para los BCU-5 y en 3,3% para los BCU-10. Por su parte, las tasas de interés de los BCP-2 se ubican en torno a 3,2%, marginalmente por encima de los del cierre de la reunión de julio, mientras las del BCP-5 han aumentado más de 60 puntos base, hasta 4,9%. A su vez, las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo, PDBC, se mantienen levemente por debajo de la tasa de política monetaria (-15 puntos base).

En julio, las expectativas de inflación revirtieron la caída del mes anterior. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos y cinco años aumentó entre 60 y 80 puntos base respecto de la reunión anterior, ubicándose en 2,3 y 2,7%, respectivamente. La compensación a 10 años, obtenida a partir de la emisión de los BCP-10, aumentó 30 puntos base en el mes, hasta situarse en el centro del rango meta. Por su lado, las expectativas de inflación a un año según la encuesta a las mesas de dinero se incrementó en 45 puntos base (2,5%). Las expectativas a dos años, se mantienen en torno a 2,7% desde mayo.

En agosto, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile indica un aumento marginal en la inflación esperada a un año, ubicándola en 2,6%. A dos años, se mantiene en 3%.

Respecto de la reunión anterior la curva forward presenta un empinamiento, con lo que las expectativas para la tasa de política monetaria son hoy superiores a las esperadas en el Informe de Política Monetaria de mayo. Esto implica que se anticipa un aumento del orden de 25 puntos base en septiembre y, en total, uno de 175 puntos base a un año plazo. La encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de agosto indica un aumento bastante más gradual de la tasa de política monetaria: 25 puntos base a fines de 2004 y 100 puntos base en un año.

Agregados monetarios

Durante julio, los agregados monetarios aumentaron por sobre lo estimado por los modelos de proyección habituales. En particular, la tasa de variación anual del M1A pasó de 21 a 25% entre junio y julio (3,4% por sobre lo previsto). Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los agregados más amplios también aumentó: 12 y 4%, para el M2A y el M7, respectivamente.

Este incremento respondió a las decisiones de los privados, administradoras de fondos de pensiones y otros, de aumentar sus tenencias de depósitos a plazo, en desmedro de instrumentos de renta fija. Parte de ello se explica por la emisión de acciones de D&S para la primera semana de agosto.

Al excluir las administradoras de fondos de pensiones del M2A y M7, estos agregados presentan variaciones en doce meses cercanas a 9 y 11%, respectivamente.

Respecto de la velocidad de expansión, solo el M2A presenta una trayectoria creciente a julio. Aún más, consideradas las proyecciones de agosto, se produciría un descenso en todos los agregados.

Condiciones de financiamiento

En junio, los créditos a personas continuaron con tasas de incremento anual de dos dígitos, 18% y 13% para consumo y vivienda, respectivamente. En julio, las tasas de interés de colocaciones de consumo cayeron en promedio 50 puntos base respecto del mes anterior; en tanto, las de las letras de crédito hipotecario con duración de 5 a 6 años y clasificación AA, con 40% de representación del mercado, se ubican en sus mínimos históricos (4,3%).

Las colocaciones bancarias a empresas, aunque con un ritmo de crecimiento menor que el crédito a personas, consolidan una recuperación, anotando en junio una variación de 4,5% anual. Las tasas de interés de estos créditos se mantuvieron prácticamente estables durante julio.

En julio, la deuda bancaria total continuó creciendo, con una tasa de variación anual de 8% nominal.

Bolsa

En el último tiempo ha destacado la emisión de acciones en la bolsa de valores como fuente de financiamiento de las empresas. Los montos de colocación de acciones de pago acumulados hasta agosto de este año, considerando las inscripciones de Bicecorp y D&S, superan ampliamente los registrados el 2001 y el 2002.

Desde la última reunión, el IPSA registró una variación de 1,7% en dólares y 2,9% en pesos, acumulando en el año una caída de 3,6% en dólares y un aumento de 3,2% en pesos. Los montos transados en igual período alcanzaron a \$ 24.500 millones, cifra levemente por debajo del promedio del año, pero superior en 9% al promedio de 2003.

Los mercados internacionales, continúan marcados por la intensificación de las expectativas de alzas de la tasa de interés de la Reserva Federal. Con esto, desde la última reunión a la fecha, el Dow Jones ha caído 0,5% y el Nasdaq 5%, este último afectado, además, por los malos resultados de las empresas tecnológicas.

Tipo de cambio

Actualmente el tipo de cambio se cotiza bajo \$ 640 por dólar, valor que representa una depreciación del orden de 1% desde la reunión de julio. En julio, el peso presentó una trayectoria mixta, que culminó con una fuerte depreciación en los últimos días del mes. El diferencial de tasas nominales ha aumentado, conforme al incremento de las expectativas de inflación.

Los otros indicadores de la evolución del tipo de cambio, TCM y TCM-5, también se depreciaron en el último tiempo, aunque en magnitudes inferiores (0,6% y 0,5%, respectivamente).

Según las cotizaciones de Bloomberg, el tipo de cambio nominal reflejaría una depreciación del peso casi nula hasta fines de 2005 (0,5%). A su vez, la encuesta de expectativas de agosto muestra estabilidad del peso hasta fines de 2004, acumulando desde ahí hasta mediados de 2006 una depreciación del orden de 2%. El diferencial de tasas de interés nominal de mediano plazo es coherente con una depreciación del orden de 0,2% de aquí a seis meses, trayectoria que se mantendría hasta fines de 2005.

Por su parte, el tipo de cambio real spot de agosto se estima en 102,2, cifra superior en 0,6% a la de julio.

1.1.3. Demanda agregada y cuentas externas

El ritmo de crecimiento de la demanda agregada ha continuado acelerándose más de lo esperado, en particular por el lado de la formación bruta de capital fijo. El consumo privado y el mercado inmobiliario, en tanto, se han mantenido estables pese al aparente deterioro de las expectativas de los hogares. El aporte de la demanda externa neta al crecimiento del PIB continúa siendo pequeño, aunque tanto exportaciones como importaciones mantienen el dinamismo de meses previos.

Consumo y existencias

En junio, los indicadores parciales de consumo continuaron señalando un crecimiento, aunque en algunos indicadores de bienes durables se aprecia una caída en los datos más recientes desde niveles especialmente elevados. Por un lado, las ventas de bienes de consumo habitual continúan creciendo a tasas similares a las del PIB. Las ventas de supermercados (Instituto Nacional de Estadísticas), luego de una relativa estabilidad en el primer trimestre de 2004, retomaron la tendencia creciente en el segundo cuarto del año.

Los indicadores de consumo durable, en tanto, muestran señales mixtas, aun cuando los niveles son altos comparados con el 2003. Por un lado, las ventas minoristas de este tipo de bienes cayeron en junio por tercer mes consecutivo. Por otro, las ventas de automóviles, que han continuado en niveles altos, y las importaciones de bienes durables se muestran menos dinámicas en lo más reciente. En todo caso, la caída de las ventas de bienes durables se puede esperar, ya que son acumulables por naturaleza.

Las expectativas de los consumidores han seguido disminuyendo. En julio, según la encuesta de Adimark (Índice de Percepción Económica) la percepción de los consumidores continuó deteriorándose por quinto mes consecutivo, debido a una peor visión de la evolución global de mediano y largo plazo. La medición de la Universidad de Chile, por su parte, también registra una caída, aunque algo menos pronunciada.

La evidencia disponible indica que la caída de las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido más suave que la que se deduce del desempeño reciente de la tarifa de locomoción colectiva, el precio de los combustibles y la marcha del mercado laboral.

Durante el primer semestre de 2004, se produjo una acumulación de existencias liderada por el comercio. En particular, el incremento de las importaciones de bienes de consumo durante el 2004 ha implicado un aumento importante de los inventarios del sector. Este comportamiento de los inventarios a nivel sectorial es ratificado por otras fuentes de información, como el IMCE (Indicador Mensual de Confianza Empresarial).

Formación bruta de capital

Los indicadores parciales de inversión continúan registrando niveles superiores a los observados el 2003 y a los esperados el mes anterior, aunque con cierta estabilidad en lo más reciente. Destaca el componente de maquinaria y equipos debido al

mejor desempeño de las importaciones de bienes de capital respecto de lo que se esperaba en reuniones pasadas.

Dentro del componente de edificación –32% de la formación bruta de capital fijo– las ventas de viviendas del segundo trimestre, en especial junio, mostraron un incremento importante respecto del trimestre anterior.

Esta positiva evolución de las ventas de viviendas obedece, en parte, a las favorables condiciones de financiamiento y a la percepción de que el comienzo del ciclo de normalización de la tasa de interés está más cercano.

Según el Catastro de Proyectos de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de julio, se registró una reducción de 3,2% de la inversión en obras de ingeniería para el año 2004, respecto del catastro anterior (abril). Incidieron el atraso de las obras de diversos proyectos forestales y el adelantamiento para el 2003 de proyectos mineros, en relación con una mayor infraestructura pública. A la importante participación de los sectores de infraestructura pública, minería y forestal para el período 2003-2006, se agrega el sector energía.

Para el 2005 se espera un aumento de 68% respecto de la inversión estimada para el 2004. Hay que señalar, tal como se ha observado históricamente, que la proyección a más de un año plazo regularmente experimenta ajustes importantes -producto de lo preliminar de los datos-. En efecto, entre los años 1999-2004 las proyecciones a un año se han corregido a la baja un 33% en promedio, aunque es destacable que el nivel de error ha descendido de modo considerable en el bienio 2003/2004.

Respecto de las expectativas empresariales, el IMCE de julio, aun cuando continúa por sobre 50, sufrió un pequeño deterioro explicado principalmente por el sector minero, el cual mostró el mínimo de confianza desde que existe la encuesta. La menos favorable percepción del sector minero se explica por las expectativas de estabilización tanto en la demanda como en la producción futura, lo cual acerca el índice a niveles considerados como neutros. También destaca el aumento de las expectativas de construcción, las cuales alcanzaron su máximos desde que existe este indicador.

Política fiscal

A mayo del 2004, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 1,2% del PIB. Este resultado se explicó por un importante crecimiento de los ingresos presupuestarios (9,8% anual), en combinación con un incremento de los gastos presupuestarios, en línea con lo observado en meses anteriores (5,1% anual).

La evolución de los ingresos presupuestarios se explica por el incremento de los ingresos tributarios (7,7% anual) y de los ingresos de cobre bruto (113,8% anual), los cuales aportan 6 y 3 puntos porcentuales al crecimiento de los ingresos presupuestarios, respectivamente.

Por el lado del gasto presupuestario, destaca el aumento de las transferencias de capital (20,1% anual), los gastos en personal (6,0% anual), las prestaciones previsionales (3,3% anual) y los subsidios y donaciones (3,2% anual), los cuales explican 4,2 puntos porcentuales del crecimiento del gasto.

Al igual que el gasto presupuestario, el crecimiento del gasto con impacto macroeconómico (4,3% anual) estuvo en línea con lo observado en meses anteriores. La inversión pública, en tanto, a pesar de que ha recuperado en parte el crecimiento respecto de lo observado a fines del 2002, refleja una desaceleración en los últimos dos meses.

Considerando que el avance de los ingresos presupuestarios respecto de lo considerado en la Ley de Presupuestos del año 2004 ha sido mayor que el correspondiente a los gastos presupuestarios, particularmente en abril y mayo, y que el avance de los ingresos es superior al promedio del período 2000/2003 mientras que los gastos están en línea con su comportamiento histórico, se mantiene la proyección de balance global del Gobierno Central de 1,6% para el año 2004.

Sector externo

En julio, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.600 y 2.195 millones, lo que representa crecimientos anuales de 45,7 y 28,2% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Para el tercer trimestre se estima que el volumen de envíos al exterior crecerá más que en el trimestre anterior, debido al mejor desempeño en todos los sectores. Los precios, por otro lado, mostrarán algo menos de dinamismo en todos sus categorías. En particular, continúa destacando el incremento de los precios de los envíos mineros e industriales.

El volumen de las importaciones mostrará en el tercer trimestre un mayor dinamismo que el trimestre anterior, explicado por un mejor desempeño de todas las partidas. Los precios, en tanto, tendrán un comportamiento muy similar al observado en el período anterior. Continúa destacando el incremento de los precios de las internaciones intermedias, producto del mayor precio del petróleo.

Aún cuando el crecimiento de la actividad de junio se mantuvo en línea con lo estima-

do en la reunión anterior, se produjeron cambios en su composición. En particular, las principales sorpresas provinieron de los sectores agropecuario, industrial, minero, comercio y electricidad, gas y agua (EGA).

1.1.4. Actividad y mercado laboral

Actividad económica

La producción industrial creció 4,6% anual, marginalmente por debajo de lo esperado. En particular, la extensión mayor a la prevista del período de mantención de una planta refinadora de petróleo generó un menor crecimiento en las ramas industriales orientadas al mercado interno. En junio continuó destacando el vigoroso desempeño de las ramas orientadas al mercado externo. En particular, destacó pesca, que mantuvo el significativo incremento de los meses previos. En las ramas ligadas a la inversión, sorprendió la mayor producción de otros minerales no metálicos.

El crecimiento del PIB del segundo trimestre se revisó marginalmente al alza respecto de lo considerado la reunión anterior, pues se revisaron las cifras de los meses anteriores. Las principales correcciones se debieron al mayor crecimiento en los sectores agropecuario, minería, electricidad, gas y agua (EGA) y comercio, que más que compensó el menor crecimiento de construcción. Para el tercer trimestre, en tanto, se espera un aumento leve en el crecimiento anual de la actividad respecto del trimestre anterior, explicado por los sectores de agricultura, minería y comercio.

Mercado laboral

Según cifras del Instituto Nacional de Estadísticas, el mercado laboral ha comenzado a disipar los signos de debilidad exhibidos en meses previos. La ocupación total aumentó respecto del trimestre móvil anterior, destacando el cambio de composición del empleo, hacia una mayor creación de empleos formales. Otras fuentes de información también validan este panorama.

En el trimestre móvil abril-junio la ocupación recuperó niveles similares a los exhibidos en meses previos. Destacó el aumento del empleo privado y el menor protagonismo de los programas especiales de empleo. Con todo, descontando efectos estacionales, se crearon cerca de siete mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil marzo-mayo.

Por tipo de ocupación, destaca el proceso de formalización que muestra el empleo. Ello se aprecia en la caída del empleo por cuenta propia, vis-à-vis la creación de 28 mil nuevas plazas de asalariados. También se aprecia un aumento de 20 mil plazas de trabajo de empleadores.

La trayectoria del empleo asalariado en la Región Metropolitana, es coherente con la que reporta la Universidad de Chile para el Gran Santiago, pero no así para la ocupación por cuenta propia, que aumenta en esta última medición. Es probable que la diferencia metodológica entre encuestas tenga un efecto mayor en esta última categoría.

Por rama de actividad económica, el proceso de formalización se aprecia en la caída del empleo agrícola y el aumento de la ocupación en servicios (sociales, personales y comunales, y financieros). Destaca también la evolución del empleo ligado al sector construcción, que ha mostrado una dinámica más favorable en los últimos trimestres, creando cuatro mil plazas de trabajo desde diciembre. Por su parte, la ocupación industrial ha tendido a estabilizarse, luego de la trayectoria descendente iniciada a principios del 2003.

El incremento de la creación mensual de empleo asalariado es observable en distintas fuentes de información.

La tasa de desempleo para el trimestre móvil de abril a junio, eliminada la estacionalidad, descendió levemente respecto del trimestre móvil anterior, situándose en 9,1%. Ello porque se mantuvo la tasa de participación de la fuerza de trabajo y el número de desempleados disminuyó en cerca de ocho mil personas, en ambos casos descontando efectos estacionales. La tasa de desempleo desestacionalizada de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) continuó en ascenso, llegando a 7,1%.

Pese al incremento de la tasa de desempleo primaria y la caída del nivel de ocupación, su evolución se liga, principalmente, al menor empleo de los trabajadores por cuenta propia, ya que se observó también un aumento de los asalariados.

Según la información de la Universidad de Chile, la tasa de desempleo para el Gran Santiago confirmó la trayectoria decreciente de períodos previos. Este resultado muestra una dinámica opuesta a la información análoga para la Región Metropolitana reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas. La evolución histórica de ambas tasas señala un precedente estadístico de la información de la Universidad de Chile sobre la del Instituto Nacional de Estadísticas, y también que este tipo de discrepancias se ha dado en el pasado.

El índice de vacantes de trabajo para julio aumentó, confirmando el cambio en la trayectoria decreciente exhibida durante el año. Esto apoya la persistencia en la trayectoria creciente del empleo asalariado en los próximos meses.

Es importante notar también que la evolución de expectativas de las personas respecto del mercado laboral ha sido mixta. Por un lado, la información de Adimark sobre la percepción del desempleo nacional en los próximos doce meses se ha deteriorado durante el 2004. Por otro, según la Universidad de Chile, si bien el 33% de los encuestados en el Gran Santiago siguen pensando que el desempleo es el principal problema del país, esta cifra desciende desde septiembre de 2002.

Otras encuestas también muestran una mayor preocupación de las personas por la situación del empleo. En el caso de la encuesta Centro de Estudios Públicos (CEP), el número de personas que considera el empleo como uno de los principales problemas del Gobierno, aumentó a 48% en la medición de junio de este año y ha sido el principal punto de preocupación de la población desde mediados de 1999. Pese a eso, se mantiene por debajo de los registros del 2002-2003.

1.1.5. Precios y costos

En julio, el IPC tuvo una variación de 0,2%, cifra que fue de 0,4% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. El incremento en doce meses del IPC llegó a 1,4%, mientras que el del IPCX se situó en 1,0% y el de IPCX1 en 0,6%.

Durante julio, los grupos que presentaron alzas en sus precios promedio fueron Vivienda (0,7%), Transporte (0,4%), Salud (0,3%) y Educación y recreación (0,2%). Se constataron disminuciones en Vestuario (-0,8%), Otros (-0,8%) y Equipamiento de la vivienda (-0,1%).

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 presentaron alzas en sus tasas de variación en doce meses. En cuanto al IPCX1, la mediana de su variación mensual se mantuvo constante respecto del mes anterior. Descontando efectos estacionales, la variación mensual de este índice presenta un incremento en igual período.

En julio el crecimiento mensual anualizado de las medidas de inflación continúa aumentando desde los niveles mínimos observados a comienzos de año. La inclusión de las proyecciones a diciembre, no obstante, atenúa marginalmente este incremento en el caso del IPC e IPCX1.

Respecto de la proyección presentada en la reunión de julio, la variación mensual del IPC e IPCX resultó ligeramente superior, mientras que en el IPCX1 no hubo diferencia. Las sorpresas se concentraron en transporte y vivienda. En el primero, a causa del alza en el precio de los combustibles; en el segundo, por diferencias en las tarifas reguladas.

Durante julio, las medidas de márgenes tuvieron comportamientos disímiles. Por un lado, los márgenes de alimentos, obtenidos a partir de los datos del IPP e IPCX1, muestran un nuevo aumento, retornando a los niveles del primer trimestre. Por otro lado, los márgenes de medicamentos -obtenidos del IPP e IPCX1- y de durables -obtenidos del IPM e IPC- no muestran mayores cambios respecto del mes anterior. En el caso de los durables, destaca que el aumento de márgenes que se observó en el período de apreciación cambiaria, se ha deshecho por completo.

En junio, la tasa de variación anual de las remuneraciones nominales se mantuvo en 3,0%. Para el costo de mano de obra, en tanto, aumentó a 3,2%. En cuanto a los costos laborales unitarios, durante junio su tasa de variación anual se mantuvo estable.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Un participante señala que el hecho que las condiciones crediticias se hayan tornado más expansivas obedece a varias razones, pero que la más importante de todas consiste, a su juicio, en el cambio que ha experimentado la posición fiscal entre el primer semestre del año pasado y el primer semestre de este año. Como sólo una porción pequeña del uso de este superávit ha sido en el prepago de endeudamiento externo, ello ha producido una expansión muy visible de la oferta de fondos prestables dentro de la economía.

Se indica que ello tiene implicancias respecto de un conjunto de variables, por cuanto la expansión de la oferta de fondos prestables, producto de un cambio en la posición fiscal, ha permitido que el incremento que se ha observado en las tasas de inversión cuente con suficientes fuentes de financiamiento doméstico. De este modo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado en otras etapas cíclicas, el impulso de la inversión más la disponibilidad de fondos domésticos no ha traído consigo que las empresas recurran a financiamiento externo, evitando que se produzca simultáneamente con el ciclo de expansión una cierta tendencia a la apreciación nominal del tipo de cambio, y en la medida que haya alguna restricción en la oferta no transable, una caída del tipo de cambio real. No obstante, se señala que conforme la economía, y en particular la inversión, sigan creciendo, dado que el cambio referido en la posición fiscal es un cambio discreto por una vez, en algún momento la oferta de fondos fiscales doméstica va a ser insuficiente y, por tanto, a medida que avance la posición cíclica de la economía, debería aumentar la demanda por financiamiento externo y, consiguientemente, una cierta normalización del tipo de cambio real. A partir de este argumento, se indica que el peso se encuentra depreciado respecto a las condiciones fundamentales.

2. Opciones

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

2.1. Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Para ello se consideró, por una parte, que la actividad continuaba fortaleciéndose, con cifras especialmente positivas por el lado del comercio exterior y de la inversión, pero que el mercado laboral mostraba cierta debilidad. Por otra, que la inflación subyacente estaba aumentando gradualmente en una trayectoria similar a la prevista en el IPOM de mayo, aunque la inflación se ubicaba por encima, fruto del nivel y persistencia del precio del petróleo. Se estimó necesario acumular más información antes de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.

Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:

- Mientras la inflación subyacente IPCX1 estuvo en línea con lo esperado hace un mes (y en el IPOM de mayo), la inflación subyacente IPCX y la del IPC estuvieron marginalmente por encima de lo anticipado por la incidencia del mayor precio de los combustibles y de algunas tarifas reguladas.
- En Estados Unidos de América se continúa asentando la idea de normalización pausada de la tasa de interés de política, tanto por nuevos datos de actividad y de empleo como por datos de inflación subyacente. En ese marco, los spreads de las economías emergentes han continuado disminuyendo.
- El precio del petróleo ha seguido aumentando en las últimas semanas desde niveles cercanos a US\$ 36 por barril antes de la última reunión hasta US\$ 42 y más en los últimos días. El precio del cobre ha fluctuado en torno a US\$ 1,30 por libra en las últimas semanas.
- Las condiciones monetarias en Chile han mantenido e incluso acrecentado su grado de expansividad. Ello se aprecia en los volúmenes de crédito y de colocaciones de acciones, los spreads de créditos hipotecarios y bonos de empresas, y en la expansión de los agregados monetarios. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal (TCN) aumentó cerca de 1% mientras que el tipo de cambio real (TCR) lo hizo en 0,5%. Con ello, el TCR se ubica por encima del valor de largo plazo considerado en el escenario base de proyecciones del último Informe de Política Monetaria de mayo.

- Los indicadores de actividad y gasto muestran que el mayor crecimiento se afianza progresivamente. Una vez más sobresalen el mayor gasto en inversión y el dinamismo del comercio exterior. En el mercado laboral, las cifras más recientes han sido positivas, a pesar del incremento de la tasa de desocupación. Con ello se fortalece el diagnóstico de que la debilidad advertida en los últimos meses sería transitoria y causada por vaivenes en el empleo por cuenta propia, sin implicancias evidentes sobre la dinámica del consumo. Aunque los indicadores de expectativas de consumidores han continuado disminuyendo, por ahora se mantiene la visión de que ello refleja principalmente el aumento del precio del petróleo y la disminución del ingreso disponible asociado.
- Los indicadores de expectativas inflacionarias se han movido en su generalidad al alza y se ubican entre 2,3% y 3%, con la compensación inflacionaria a dos años en el rango inferior y las medidas a dos años basadas en encuestas en el rango superior.

Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en una magnitud acotada, como 25 puntos base.

Al igual que el mes pasado, no parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés.

Es posible justificar la opción de aumentar la tasa de interés a partir del fortalecimiento de las perspectivas del progresivo cierre de holguras de capacidad en los próximos trimestres y del gradual aumento efectivo de la inflación desde los bajos niveles observados el primer trimestre. En su conjunto, y más allá del efecto que tendrá el alza del petróleo sobre la inflación del IPC y del IPCX, esta situación valida el gradual aumento esperado de la inflación subyacente en el horizonte de proyección. Este escenario de mayor crecimiento se apoya en distintos factores. Los datos efectivos de actividad y empleo del último mes —especialmente asalariados— han sido positivos. Las buenas condiciones externas se conservan, tanto en lo financiero como en lo real, a pesar del shock de precios del petróleo. El impulso macroeconómico interno incluso se ha acrecentado en lo más reciente, como lo revelan las condiciones monetarias y de crédito. En este cuadro podría ser innecesario e incluso contraproducente prolongar el marcado estímulo monetario actual por las consecuencias que tendría un cierre más rápido de holguras sobre la inflación.

La opción de aumentar la tasa de interés también se apoya en la marcada diferencia entre la tasa de interés actual y las distintas estimaciones de la tasa neutral, que la ubican en un rango de 6% a 7% nominal. Los precios de mercado también consideran una trayectoria de alzas, aunque algo más pausada. Como se ha analizado en

otras ocasiones, es posible distribuir o dilatar un cambio del impulso monetario en el tiempo, a la espera de más antecedentes. Sin embargo, ello podría implicar una secuencia de alzas que se torna cada vez más pronunciada en caso de que no se den novedades que modifiquen el escenario base. Por cierto, si se prevé que aumentar la velocidad de este ajuste implícito no tendrá inconvenientes, se puede argumentar a favor de postergar ajustes en la tasa de interés.

También podría justificarse un alza de la tasa de política monetaria por la persistencia que han mostrado el tipo de cambio real y, especialmente, el precio del petróleo por encima de la senda prevista en el último ejercicio de proyecciones. De persistir esta situación, la inflación del IPC estará por encima de lo previsto durante los próximos meses. Sin embargo, dado el nivel que alcanza actualmente la inflación, antes de una acción de política por este motivo, podría esperarse a tener más información para precisar mejor la persistencia del shock y monitorear sus eventuales efectos inflacionarios de segunda vuelta y sobre las expectativas de inflación.

Por otra parte, se puede argumentar a favor de mantener la tasa de interés si se estima que todavía hace falta más información que consolide el escenario de progresivo cierre de holguras antes de iniciar el ciclo de normalización de la política monetaria. Ello podría ser más importante en el caso del mercado laboral, cuyas cifras todavía no permiten validar plenamente la hipótesis de que la debilidad fue un fenómeno estrictamente puntual. Esta opción toma preponderancia si se evalúa como relativamente costoso un escenario en que un alza de tasas no sea seguida de cerca por otros movimientos de este tipo.

También se puede argumentar a favor de mantener la tasa de interés a partir de consideraciones tácticas. En efecto, el mercado mayoritariamente espera que se mantenga la tasa de política monetaria en esta reunión y no se aprecian condiciones que hagan recomendable una sorpresa de política. Por lo tanto, se puede argüir que sería más adecuado preparar más al mercado para que perciba el inicio del proceso de normalización de la política monetaria como el paso natural tras la acumulación de antecedentes, incluida la propia comunicación del Banco Central.

2.2 Análisis y comentarios de las opciones

El Presidente ofrece la palabra para comentarios

Un participante indica que un argumento a favor de mantener la tasa en esta reunión es la incertidumbre sobre la persistencia de algunos shocks, especialmente los del petróleo y del tipo de cambio y de empleo no asalariado y que si se mantienen las condiciones actuales correspondería considerar un alza en la siguiente reunión de política monetaria. Ante esto se acota que es importante intentar separar las impli-

cancias sobre la política monetaria del shock petrolero y de las otras noticias que se están presentando respecto de la consolidación de la recuperación. Es importante considerar ambos aspectos por separado, a pesar de que ocurran de manera simultánea, por su implicancia diversa para la decisión de política.

Un participante indica que en Chile el Banco Central ha ido cambiando su forma de hacer política monetaria, puesto que mientras en algún momento sorprender al mercado pudiese haberse considerado adecuado, ahora, aparentemente, eso no es así. Por el contrario, existe un objetivo de transparencia, lo que implica que antes de un cambio en la política monetaria es conveniente proceder a preparar al mercado. Por ello no se estima conveniente realizar un eventual aumento de tasa en esta ocasión.

Otro participante indica que a menos que ocurran sorpresas del tipo de una desaceleración mundial, más temprano o más tarde la política monetaria debiese normalizarse. Sin embargo, debido a que existen riesgos de errar en una u otra dirección con respecto a la decisión de política monetaria, es necesario indicar que existen matices respecto de los riesgos mencionados.

Señala que la inflación subyacente IPCX1 está en nivel de 0,6% anual y el que ella pudiera en el horizonte de proyección sobrepasar el 3% es todavía una conjetura. Ciertamente que es muy importante para estos efectos vigilar lo que ocurre con las expectativas de inflación, pero que dados los registros inflacionarios recientes, no parece que la economía está en una situación calificable de urgencia inflacionaria. Señala también que no es completamente descartable que si una cierta combinación de eventos ocurre, asociados con los efectos contractivos del shock petrolero, una eventual debilidad de la economía mundial o una subestimación de las medidas de holguras de capacidad, el adelantar el proceso de normalización de política pudiera producir un freno a la recuperación, o al menos implicar que la economía crezca menos de lo que podría respetando plenamente el objetivo de inflación.

Respecto del grado de expansividad de la política monetaria, se señala que si se utiliza como comparador relevante los ocho países emergentes del Asia, excluyendo China e India, la política monetaria en Chile no parece particularmente desalineada. Se indica que siete de estos países están creciendo más rápido que Chile, siete tienen una tasa de interés real más baja, y cuatro de ellos una tasa de interés nominal más baja.

Otro participante señala que el Banco ha intentado no sorprender al mercado, lo que aumenta la efectividad de su política y la hace transparente. Por otra parte, si la economía sigue en el curso que ha tomado, en algún momento la política monetaria expansiva tendrá que comenzar a normalizarse para mantener un crecimiento compatible con una inflación en torno a la meta, momento que estaría más cerca ahora que lo que estaba antes.

El Presidente ofrece la palabra a los Consejeros para analizar las opciones presentadas y para proceder a la votación.

Varios Consejeros coincidieron en que la inflación se acerca al rango meta del Banco, adelantando la convergencia de la inflación a 3%, gracias al cierre paulatino de la brecha de capacidad productiva y el alza en los precios de los combustibles. La actividad y la demanda interna están creciendo a un ritmo consistente con el cierre paulatino de esa brecha, la que constituye la variable clave para predecir las presiones de demanda sobre la inflación. Se constata asimismo el escenario de riesgo del último IPOM respecto de un precio internacional del petróleo más elevado, aunque los términos de intercambio siguen siendo favorables. Así, se espera que la inflación retorne al 3% en un horizonte bastante más cercano del que se estimaba algunos meses atrás.

Asimismo, varios Consejeros estimaron que el mercado laboral aún entrega señales ambivalentes y con una interpretación ambigua, estimándose que la evidencia aún es poco definitiva lo que motiva grados de cautela, aunque con los últimos datos se comienzan a percibir algunos signos de recuperación. De todas formas, en el contexto actual las expectativas de los agentes y el mercado laboral continúan mostrando un comportamiento algo más débil que lo deseado en esta parte del ciclo.

En todo caso, varios Consejeros indicaron que a pesar del deterioro en el margen de las expectativas de los consumidores, destaca el sostenido dinamismo de la demanda interna, en particular el que muestra la inversión en maquinaria y equipos. De hecho se puede esperar que el crecimiento de la actividad durante este año se ubique algo por encima de lo esperado hace unos meses atrás.

Por otro lado, varios Consejeros indicaron que, con una tasa de instancia muy por debajo de su nivel neutral, y con la consolidación de la reducción de la brecha de producto, se corre el riesgo que la inflación se aleje significativamente del rango meta, en un horizonte de 12 a 24 meses, o que el solo paso del tiempo dé lugar a proyecciones de inflación por encima del centro del rango meta. Así, se indicó que el momento para iniciar la normalización de la política monetaria está más próximo, y que a la luz de los antecedentes disponibles, la opción de aumentar tiene más fundamentos que en ocasiones anteriores.

Sin embargo, también se argumentó que antes de moverse en esta dirección, se requiere una confirmación de la permanencia de los altos precios del petróleo, y del cuadro de crecimiento que se ha observado últimamente. Un Consejero indicó que existe un grado razonable de duda, respecto de si la reactivación económica es o no lo suficientemente fuerte, en particular debido a que el mayor precio del petróleo, si bien constituye un shock de oferta, también constituye

un shock de demanda contractivo. Es por ello que resulta conveniente confirmar a través de las próximas cifras si la economía chilena está efectivamente embarcada en una trayectoria de reactivación franca y segura, de manera que la normalización de las tasas de interés acompañe la normalización del resto de las variables económicas.

Varios Consejeros resaltaron los riesgos de equivocación en caso de iniciar de manera inoportuna el proceso de normalización del impulso monetario. Algunos indicaron la importancia de evitar un cambio de signo de la política monetaria que se aborta al corto plazo o, en otras palabras una partida falsa, que representa una señal confusa. Ello porque más allá de la magnitud de los cambios de tasas, un cambio de signo de la política monetaria representa una señal de primera importancia. Otro Consejero señaló que de postergarse el inicio del proceso de normalización de tasas se corre el riesgo de tener que hacer un ajuste más rápido de la política monetaria a futuro, el cual puede ser significativo porque se parte de un nivel de estímulo monetario relativamente importante, por cierto el más alto que ha tenido el país en su historia. Un Consejero estimó que aunque se está cerca de iniciar la normalización de la tasa de política monetaria hacia una instancia menos expansiva que la actual, en su opinión los costos de postergar el inicio de normalización de la política monetaria serían menores que los de un inicio prematuro. Lo primero implicaría elevar más aceleradamente la tasa en las próximas reuniones de política monetaria, estimando que el empujamiento de esa trayectoria de tasas no sería muy pronunciado considerando que las cifras de inflación actuales siguen presentando una holgura relativa. Con lo segundo se correría el riesgo de abortar la reactivación en marcha, con el agravante de poner en riesgo la credibilidad de la política monetaria, en el contexto de los sucesivos episodios de reactivación frustrada de los últimos años.

Finalmente varios Consejeros coincidieron en la conveniencia de manifestar que está más cerca el inicio del proceso de normalización de la tasa de política monetaria, gracias al progresivo fortalecimiento de la actividad y el gasto. Algunos consideran que ello es relevante debido a que el mercado no está esperando un alza y por lo tanto una acción de ese tipo representaría algo que el mercado observaría con preocupación, tratando de leer qué información especial tiene el Banco distinta de ellos que le habría llevado a tomar dicha decisión, información que no existe.

3. Acuerdo

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