

## MINUTA

### **Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 60** celebrada el 11 de marzo de 2004

---

#### **ASISTENTES**

a) Consejeros, señores:

Vittorio Corbo Lioi  
José De Gregorio Rebeco  
María Elena Ovalle Molina  
Jorge Desormeaux Jiménez  
Manuel Marfán Lewis

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General)  
Juan Esteban Laval Zaldívar (Fiscal y Ministro de Fe Subrogante);  
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente de División Estudios);  
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);  
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);  
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis Internacional);  
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);  
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);  
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);  
Eduardo Arriagada Cardini (Gerente de Comunicaciones Institucionales);  
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia);  
Jorge Court Larenas (Secretario General).

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

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a marzo de 2004.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.

5. MINUTA : La Sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de marzo de 2004.

## **SÍNTESIS DEL MES**

La trayectoria de corto plazo de la inflación continúa en términos globales dentro de lo esperado hace dos meses. La inflación subyacente, que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles, se ha ubicado algo por debajo de lo previsto, aunque prácticamente compensada por mayores precios de combustibles en pesos. Las novedades del último mes dicen relación con un ritmo de aceleración de la actividad y el gasto algo menor al esperado. Esto se ha manifestado principalmente en las cifras de producción industrial y de actividad minera. Además, el mejoramiento de las expectativas de los consumidores tendió a detenerse en las últimas mediciones, mientras en el mercado laboral se observó una creación de empleo más pausada. En todo caso, las nuevas estimaciones de crecimiento de corto plazo para la actividad y el gasto no revelan un quiebre de la tendencia de mayor crecimiento que ha venido mostrando la economía desde el año pasado, sino más bien que se trata de un fenómeno que tiene una menor velocidad que la esperada. Aún no existen antecedentes que permitan descartar que estas últimas noticias sean transitorias.

En esta coyuntura, se puede descartar que el escenario internacional esté poniendo un freno a la expansión económica. Por el contrario, la mayoría de los indicadores externos, principalmente el precio del cobre, muestran que se ha consolidado o incluso incrementado el impulso macro externo sobre la actividad. El crecimiento de los principales socios comerciales de Chile previsto para este año se ubica ligeramente por encima de lo que se observaba al momento del Informe de Política Monetaria (IPOM) de enero, y el precio del cobre ha consolidado un repunte más allá de lo previsto solo meses atrás. Adicionalmente, las condiciones financieras se mantienen estables, con algo de mayor volatilidad vinculada a los mercados emergentes y los mercados de renta fija en países desarrollados.

Por lo tanto, el menor dinamismo respecto de lo proyectado posiblemente se vincule a factores internos. El consumo privado no ha estado ajeno a este fenómeno. En efecto, el aletargamiento de la industria se ha dado con algo de mayor fuerza en aquellas ramas industriales más sensibles al consumo interno, mientras las importaciones de consumo, las ventas de autos y las expectativas de los hogares se ubican en niveles relativamente altos, pero ya no muestran el fuerte incremento de meses recientes. Una posibilidad es que ello esté reflejando un proceso natural de acomodo transitorio del consumo durable frente a incrementos de inventarios muy fuertes durante el segundo semestre del año pasado, y que pueden haberse confundido con una aceleración del gasto interno quizá demasiado persistente. Otra posibilidad es que se hayan producido noticias en el primer trimestre por el lado del ingreso de los hogares o el acceso al crédito que estén acotando el ritmo de expansión del gasto privado.

En el mercado laboral, la información más reciente indicó una cierta suavización del fortalecimiento que mostraba en los últimos meses. Junto con ello, se produjo un cambio en la composición del empleo, con un aletargamiento del empleo formal y un mayor dinamismo del resto de las ocupaciones. Las vacantes aunque tuvieron una caída relevante en febrero, se mantienen en niveles altos. Con todo, las actuales condiciones del mercado laboral son coherentes con la trayectoria esperada para la ocupación y la tasa de desempleo implícitas en el IPOM de enero.

Por el lado del crédito, las colocaciones de consumo continúan dinámicas, mientras las tasas de colocación han reflejado con relativa rapidez el relajamiento monetario reciente. Solo las colocaciones hipotecarias han mostrado menor dinamismo. Más aún, la Encuesta sobre el Crédito Bancario de febrero muestra un aumento de la demanda, en especial de las empresas, y una mayor disposición para el otorgamiento de créditos bancarios en prácticamente todos los segmentos. Con todo, independientemente de cuáles sean las razones detrás de la menor expansión del consumo privado, por el momento no hay antecedentes que señalen que sean de índole permanente.

La formación bruta de capital fijo muestra un crecimiento interanual por debajo de lo previsto hace un mes, siendo ello el resultado tanto de la revisión al alza de los volúmenes de importación de maquinaria y equipos durante todo el 2003 como de bajas cifras de importaciones en enero, de las que solo se tuvo confirmación una vez finalizados los ajustes metodológicos mencionados. Aunque la debilidad de este componente del gasto identificada hace algún tiempo parece persistir durante el primer trimestre, en términos coyunturales se aprecia que las importaciones de capital tuvieron un repunte en febrero y las ventas de bienes de capital de la industria se mantienen por sobre las del primer semestre del año pasado.

Por el lado de los precios, se estima que la inflación promedio del primer semestre de este año continúa acercándose a la cifra prevista en enero. Aunque se han observado registros inflacionarios subyacentes algo por debajo de lo esperado, no se atribuyen a una continuación de las fuertes caídas de alimentos no perecibles observadas hace algunos meses, sino que a menores precios en el rubro salud, fenómeno que podría deberse a un adelantamiento del traspaso de la apreciación cambiaria del cuarto trimestre del año pasado. Por ello no se considera que estas noticias impliquen un cambio de escenario de inflación para el futuro cercano. Por su parte, el precio de los combustibles y de algunas tarifas relevantes se ha modificado al alza, debido al comportamiento del petróleo en los mercados externos y la depreciación del peso en semanas recientes. Así, se sigue esperando que la inflación en doce meses del IPC muestre cifras negativas en marzo y abril, para luego aumentar cuando se disipe la base de comparación del primer semestre del año pasado y la inflación mensual se ubique en un ritmo más coherente con la meta de inflación.

Es importante destacar que más allá de las noticias subyacentes recientes, durante este año se revisarán las tarifas de servicios de telefonía local. Por el momento, la propuesta dada a conocer por la Subsecretaría de Telecomunicaciones, implicaría una incidencia relevante, por una sola vez, en el costo del servicio en Santiago, que es considerado en el IPC. Debido a que el proceso tarifario aún no está concluido, no se considera pertinente incluir todavía estimaciones de este efecto en el escenario central.

Un punto que habrá que continuar observando con detención es el crecimiento de las remuneraciones nominales. Aunque éste ha descendido respecto del cuarto trimestre del año pasado, todavía queda un trecho para que se reflejen plenamente las bajas tasas de inflación recientes. Pareciera que la inflación de los salarios se ubica algo por encima de lo que indicarían las cláusulas de indización automática, tomando debida consideración de que éstas no permiten el reajuste negativo. En la dirección opuesta, el incremento de las expectativas de inflación que luego de publicado el IPOM fue más bien tímido, se detuvo en semanas recientes y sigue aún por debajo del piso del rango meta.

Con todo, los antecedentes acumulados en el último mes son insuficientes para modificar el escenario de crecimiento o de inflación para este año. Será necesario disponer de cifras concretas de actividad para febrero, y sobre todo marzo, antes de considerar si el ritmo de expansión puede llevar a la economía a crecer fuera del rango previsto en el IPOM de enero, especialmente a la luz de las positivas tendencias en el ámbito externo. Por otro lado, el pronto retorno a registros inflacionarios más acordes con la meta de inflación debería incidir en las expectativas inflacionarias de los agentes en el horizonte habitual, y una desaceleración de las remuneraciones nominales menor a la prevista puede incluso acelerar el retorno de la inflación en doce meses al rango meta. Finalmente, la trayectoria esperada para el mediano plazo de los precios externos y del tipo de cambio se mantiene dentro de los rangos observados hace un par de meses. Es evidente que trayectorias significativamente distintas de éstas incidirían en las tendencias inflacionarias internas.

## **I. Escenario internacional**

Durante el último mes se ha mantenido el favorable escenario externo que enfrenta la economía chilena, asociado, principalmente, a un significativo aumento en el precio del cobre y a la consolidación de las proyecciones de crecimiento mundial. Las condiciones financieras externas muestran un mejoramiento en el margen, aunque con cierta variabilidad.

Las proyecciones de crecimiento mundial se corrigen marginalmente al alza respecto del escenario considerado en la última reunión. Las revisiones de las últimas semanas afectaron principalmente a Asia, incluyendo a Japón. Las proyecciones más recientes de crecimiento mundial medidas a paridad del poder de compra de una muestra de bancos de inversión, se elevan a 4,7% y 4,2% para el año 2004 y el año 2005, respectivamente. Ponderado por los socios comerciales, el crecimiento mundial alcanza cifras de 4,2% el año 2004 y 3,6% el año 2005.

En relación con Estados Unidos de América el crecimiento esperado para 2004 se mantuvo en 4,8%, validado por indicadores de coyuntura principalmente vinculados a la actividad manufacturera. En ese contexto, destaca la revisión al alza de la inversión no residencial dentro del PIB del cuarto trimestre del año pasado, contribuyendo a atenuar la preocupación sobre el deterioro que han mostrado los indicadores de confianza de consumidores. En la zona euro, los datos recientes de confianza empresarial muestran señales mixtas en sus principales economías, reflejando alguna preocupación por el impacto que pudiera tener en el crecimiento la apreciación del euro. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, lo que se ha traducido no sólo en el significativo y sorprendente 7% de crecimiento trimestral anualizado en el último cuarto de 2003, sino también en los datos de actividad industrial del presente año. Los datos del PIB del cuarto trimestre muestran los primeros indicios de una recuperación de la demanda interna, principalmente por la dinámica de la inversión privada no residencial, a lo que se suman indicadores de consumo positivos en enero de este año.

Desde la reunión pasada, y continuando con la tendencia que sigue desde fines del año pasado, el precio del cobre aumentó significativamente, superando US\$ 1,30 la libra en semanas recientes. Se estima que las mejores perspectivas para los principales consumidores de cobre (China y Estados Unidos de América), así como la menor oferta, pueden explicar una

parte del incremento de este precio. Adicionalmente, se ha observado una activa participación de Hedge Funds, que ha introducido mayor volatilidad en este mercado.

El precio del petróleo, al igual que en enero, durante el último mes promedió US\$ 31 el barril, en algunos momentos superando los US\$ 34 el barril. La mantención de estos precios se explica por una demanda mayor que la esperada de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón) en un mercado cuyos inventarios se encuentran en niveles históricamente bajos. A esto se suma el poco espacio existente para incrementar la oferta de crudo en la generalidad de los productores y el anuncio de recorte de cuotas por un millón de barriles al día decretado por la OPEP. En los últimos días se ha agregado, además, la incertidumbre política en Venezuela, quinto productor mundial. Lo anterior, aunque no modifica el escenario previsto en la anterior reunión, valida la revisión moderada al alza que en esa oportunidad se hizo respecto del escenario considerado en el IPOM.

En cuanto a los mercados financieros desarrollados, las tasas largas en Estados Unidos de América han fluctuado en torno a 4%, con valores más recientes cercanos a 3,8%, 30 puntos base menos que al cierre de la reunión pasada, lo que indica que no hay antecedentes de que el inicio de alzas de tasas esté ad-ports. Mientras en Estados Unidos de América no se esperan movimientos sino hasta la segunda mitad del año, en la zona euro el mercado espera mayoritariamente un recorte adicional en el corto plazo. El rezago que pudiera sufrir la recuperación de la economía europea debido a la fuerte apreciación de su moneda, junto con una inflación cuatro décimas por debajo del 2%, son elementos que favorecerían esta decisión.

La cotización del dólar respecto del euro se encuentra en niveles similares a los registrados a comienzos de febrero, mientras que respecto del yen muestra una apreciación del 6% asociada a las continuas intervenciones de la autoridad monetaria japonesa. Esto último ha afectado positivamente la Bolsa de Japón, especialmente los sectores ligados a las exportaciones, mientras que las demás bolsas no presentan variaciones significativas. Respecto de la política monetaria, el inicio de un ciclo de alzas en las tasas de interés de política monetaria de las economías desarrolladas todavía no se visualiza como inminente.

Las condiciones financieras de las economías emergentes se han mantenido estables. Durante las últimas semanas, los márgenes (spreads) soberanos no han sufrido cambios relevantes en la generalidad de los países, aunque siguen por sobre los niveles vigentes al cierre del IPOM de enero. Las bolsas, por su parte, aumentan en la mayor parte de los países, mientras las paridades de monedas permanecen relativamente estables. No obstante, Brasil ha mostrado disparidades respecto del resto de las economías, como consecuencia de los escándalos de corrupción que afectaron transitoriamente los mercados de este país, la interrupción del proceso de relajamiento monetario por presiones inflacionarias y discrepancias en este sentido entre las autoridades económicas.

## **II. Mercados financieros**

Durante febrero las condiciones monetarias continuaron profundizando su grado de expansividad, evidenciándose el traspaso de las recientes reducciones de la tasa de política monetaria tanto en las tasas de interés que los bancos cobran a terceros, como en las menores tasas de interés de los instrumentos de renta fija públicos y privados.

De acuerdo con las expectativas para la tasa de política monetaria, implícitas en la curva forward, la expansividad de la política monetaria se mantendría por mayor tiempo que el esperado hace un mes. En efecto, el aplanamiento de esta curva respecto de la reunión anterior, implica que el alza esperada de la tasa rectora en el corto plazo se postergó. Con todo, se prevé un aumento de entre 25 y 50 puntos base en un horizonte de tres a seis meses, trayectoria similar a la que se deduce de la encuesta de expectativas de marzo del Banco Central de Chile.

Todas las tasas de interés de los documentos del Banco Central descendieron entre 20 y 30 puntos base desde la anterior reunión. En esto incidieron las reducciones de la tasa de política monetaria, las expectativas de mayor inflación para los próximos meses, en vista de la depreciación del tipo de cambio en las últimas semanas, y en lo más reciente menores expectativas de actividad, dadas las últimas cifras del Instituto Nacional de Estadísticas. Así, las tasas de interés de los BCU se sitúan en niveles levemente superiores a los mínimos históricos, 2,4% a cinco años y 3,6% a diez años, no observados desde fines de marzo de 2003. A su vez, las tasas de interés de los documentos nominales anotan los menores registros desde que se comenzaron a emitir, 2,6% y 4,1% a dos y cinco años, respectivamente. De igual manera, las tasas de interés de los documentos en pesos a menor plazo, aunque con cierta volatilidad, se han ajustado a la baja, situándose en lo más reciente hasta 30 puntos base por debajo la tasa de política monetaria.

Las tasas de interés de las operaciones de los bancos con terceros también mostraron en febrero la consolidación del traspaso de las recientes reducciones de la tasa de política monetaria. Esto fue especialmente visible en las tasas de interés de los créditos de consumo de uno a tres años plazo y en los créditos comerciales de 30 a 89 días. Al separar por monto de la operación, el mayor descenso de las tasas de interés se observa en las colocaciones de más de UF 5.000, usualmente asociadas a colocaciones de empresas, que caen en más de 80 puntos base en promedio.

La TIR media de los bonos corporativos presentó una trayectoria similar a la de los documentos del Banco Central al situarse en 5,0%, lo que representa un descenso cercano a 60 puntos base, respecto del promedio de enero. A partir de una desagregación de la base de transacciones diarias de instrumentos de renta fija de la Bolsa de Comercio de Santiago, se ha concluido que los bonos corporativos más representativos (por número de transacciones en el mercado) son aquellos bonos con clasificación AA con una duración promedio de entre tres y cinco años, equivalente a la de los BCU-5. El margen de estos instrumentos por sobre un BCU equivalente ha caído desde mediados de 2003, alcanzando a 157 puntos base en enero, nivel que aún es más alto que el promedio de 2000-2001 (130 puntos base). En tanto la TIR media de las letras hipotecarias se ubicó en el nivel histórico más bajo, 4,73% que se descompone en 4,7% y 5,9%, dependiendo de si la tasa de emisión es menor o mayor a 6%.

En enero, las colocaciones al sector privado aunque se mantuvieron en niveles altos detuvieron la tendencia creciente de los meses previos. Respecto de sus tasas de variación real anual, la de los créditos de consumo se mantuvo estable (17%), mientras la de los créditos de vivienda cayó marginalmente (11%). En el caso de los préstamos a empresas, su tasa de variación real anual tuvo un importante retroceso respecto de los últimos meses de 2003 (-1,3%). Para febrero, no se esperan mayores cambios en la dinámica de la deuda del sector privado, puesto que durante este mes solo las colocaciones efectivas en moneda nacional crecieron, lo que

permite esperar un aumento solo en los créditos de consumo, y un aletargamiento de los créditos hipotecarios.

La encuesta sobre el Crédito Bancario de febrero evidencia un fortalecimiento de la demanda y una mayor disposición para el otorgamiento de créditos bancarios en prácticamente todos los segmentos. Continúan aumentando las solicitudes de crédito por parte de las grandes empresas, situación que ya se había destacado en la encuesta anterior. Estos resultados se asocian principalmente al mejoramiento de la percepción sobre el entorno macroeconómico y a la competencia más agresiva en la industria bancaria.

Respecto de los agregados monetarios, durante febrero el dinero presentó una variación mensual algo más alta que la proyectada a comienzos de mes, con lo que su tasa de variación en doce meses llegó a 15,3%. Esta cifra se reduciría a cerca del 7% en marzo, considerada la alta base de comparación del mismo mes de 2003. Los agregados más amplios, en tanto, tuvieron variaciones anuales levemente negativas. Esto se debió principalmente al ajuste en el portafolio de las administradoras de fondos de pensiones por la ampliación del límite de inversión en el exterior desde 25% a 30% que rige a partir de marzo.

### **Tipo de cambio**

La cotización de la divisa estadounidense cayó a su mínimo valor de las últimas semanas a mediados de febrero (\$ 571), para luego recuperarse y ubicarse en niveles por debajo de \$ 600 en la actualidad. Esto implica una depreciación del orden del 4% desde el promedio de febrero a la fecha. Un elemento determinante en la evolución del tipo de cambio bilateral ha sido la ganancia de valor del dólar en los mercados internacionales. En particular, desde la segunda quincena de febrero el yen y el euro se han depreciado en torno al 3,5% respecto del dólar. De esta forma, las medidas agregadas de tipo de cambio, TCM y TCM5, registran depreciaciones inferiores a la del tipo de cambio nominal.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, reflejando el diferencial de tasas de interés de corto plazo muy reducido, las cotizaciones de Bloomberg indican que se mantendría en niveles similares a los actuales por los próximos doce meses. Sin embargo, la encuesta de expectativas de marzo indica una depreciación del orden del 3,5% para igual período.

En términos reales, en febrero el tipo de cambio presentó una depreciación del 2% respecto de enero. Para marzo, de acuerdo con los niveles más recientes del tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real se ubica en 96 cifra superior a la de febrero último (94,3), y similar al promedio de 2001.

Los diferenciales de tasas de interés internas y externas continúan estables, con trayectorias similares en ambas tasas.

### **Bolsa**

En febrero, la actividad bursátil de Chile destacó por sobre la de otros países, al aumentar el IPSA 9,5% en pesos y 10% en dólares, recuperando la caída de enero y acumulando una

variación del 4,5% para el año en ambos casos. Uno de los sectores que registraron mayores incrementos fue el bancario, asociado a los buenos resultados de la banca en los últimos meses. Esta favorable evolución también se apreció en los ADR, donde el latino aumentó 5% y el chileno 8%.

El resto de las bolsas del mundo presentó trayectorias mixtas durante el mes, asociándose las variaciones positivas a la apreciación del dólar en los mercados internacionales. El Dow Jones aumentó 1% mientras el Nasdaq disminuyó 2%, acumulando ambos una variación del 1% durante el año.

### **III. Actividad y empleo**

En el primer trimestre de 2004, las proyecciones de crecimiento del PIB tuvieron un descenso respecto del mes anterior, corrección basada en menores crecimiento de la minería e industria respecto de lo proyectado. En el caso de la minería, incidieron de manera importante, cerca de dos puntos porcentuales, ajustes técnicos de índole temporal. En cuanto al sector industrial, en enero tuvo un incremento por debajo de lo esperado. El crecimiento estimado para la demanda interna en el primer trimestre del año tuvo una corrección algo mayor a la del PIB.

A los antecedentes coyunturales de enero y febrero se sumaron cambios metodológicos diversos, como los antecedentes de volúmenes y precios de comercio exterior divulgados hace varias semanas y el proceso de cierre, aún no concluido, de la estimación provisional de crecimiento del PIB para el año 2003. En su conjunto, se estima que alrededor de un tercio del cambio en la proyección de la demanda interna se asocia a estas modificaciones metodológicas. Respecto del PIB, el impacto de estos cambios se estima menor.

Con todo, el crecimiento desestacionalizado trimestre a trimestre del PIB estimado para los tres primeros meses de este año se ubica entre el 4% y 5%, con una tendencia cíclica que revela tasas de crecimiento mayores que las observadas durante el año pasado. Para el caso del gasto interno, en tanto, los mismos antecedentes revelan un menor dinamismo en el primer trimestre, pero dada la elevada volatilidad de esta serie ello no es extrapolable mecánicamente a los trimestres que vienen.

### **Consumo y existencias**

De acuerdo con la información del Índice de Percepción Económica de Adimark, en febrero las expectativas de los agentes se mantuvieron en similar nivel al del mes previo, destacando la caída en la intención de compra de viviendas y de bienes durables. Respecto de los indicadores parciales de consumo, el retraso de la información sectorial de los gremios no permitió disponer de antecedentes respecto del primer bimestre del año, con lo que al cierre de este Informe solo estaba disponible la información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadísticas. De acuerdo con esta fuente, en enero las ventas industriales de bienes de consumo durable tuvieron un leve crecimiento en su tendencia al igual que el mes previo. Por otra parte, a pesar de que las ventas de consumo habitual mostraron un estancamiento respecto del mes previo, sus niveles continuaron creciendo. Por el lado de las importaciones de consumo, en febrero se apreció un crecimiento relevante, aunque con tasas instantáneas en el margen algo inferiores a las observadas durante el segundo semestre del año pasado. En cuanto a las existencias, la relación entre producción y ventas industriales del Instituto Nacional de Estadísticas, continúa más baja que en meses anteriores.



### **Formación bruta de capital**

Se estima que el incremento anual de la formación bruta de capital fijo para el año 2003 tendrá una corrección al alza, debido al cambio implementado en el cálculo del deflactor de las importaciones de bienes de capital ya conocido y su efecto sobre el componente de maquinaria y equipos. En el primer trimestre de este año, el crecimiento proyectado de la formación bruta de capital fijo se corrigió a la baja tanto por el efecto base que provoca la corrección del año 2003, como por la estimación de menores valores en el primer cuarto del año 2004.

En todo caso, luego de los registros débiles de enero, los indicadores parciales de inversión en maquinaria y equipo muestran signos positivos. En particular, en febrero las importaciones de bienes de capital aumentaron en tendencia, ubicándose en los mayores niveles desde mediados de 2003. A su vez, en enero las ventas de bienes de capital (INE), aumentaron respecto del mes previo, recuperando parte de la caída del último trimestre de 2003.

### **Política fiscal**

Tanto el balance global como el estructural del Gobierno Central se ajustaron a la meta del año 2003: -0,8% y 0,9% del PIB, respectivamente. Básicamente, ambos resultados se obtuvieron gracias al superávit del cuarto trimestre del año, situación no observada desde 1997, consecuencia de un incremento de 13,3% en los ingresos (27,1% en diciembre) y de 7,9% en los gastos (6,8% en diciembre). Entre los ingresos, destacó el aumento de la recaudación tributaria (9,7% anual), producto del aumento del IVA (19,8%) explicado tanto por el aumento de la tasa de impuesto como por la menor evasión. Así, el balance global alcanzado en 2003 se obtuvo por aumento en los ingresos y gastos totales de 3,0% y 3,3% anual, respectivamente.

El gasto con efecto macroeconómico, en el año 2003 creció 1,6%, cifra inferior a la considerada en la Ley de Presupuestos (3,4%). La inversión pública, en tanto luego de una caída del 27,7% anual en el primer trimestre de 2003 se recuperó, anotando un incremento del 20,2% en el último cuarto del año.

Las proyecciones de balance fiscal para el año 2004 se realizaron con un supuesto de precio del cobre de US\$ 0,83 por libra. Es indudable que de persistir valores como los observados más recientemente se observaría una mejoría marcada en el balance devengado.

### **Sector externo**

En febrero, las exportaciones FOB ascendieron a US\$ 2.172 millones, lo que representa un aumento cercano al 40% respecto de igual mes del año pasado, básicamente vinculado a mayores precios de exportación. Las importaciones FOB crecieron cerca del 10% sumando US\$ 1.426 millones. Las primeras proyecciones para marzo indican expansiones anuales en las exportaciones e importaciones del orden del 45% y 30% respectivamente. Con ello, el valor FOB de ventas y compras al exterior sería cercano a US\$ 2.570 y US\$ 1.810 millones, respectivamente.

Como se señaló en la reunión anterior y como se publicó en el Boletín Mensual de febrero, los datos de exportaciones e importaciones para el año 2003 se corrigieron al alza una vez considerados antecedentes nuevos de comercio exterior. En el caso de las exportaciones, los cambios se deben a la incorporación de cifras de los Índices de Valor y Volumen para el año 2003 y actualización de deflatores. Ese proceso se enmarca dentro de la habitual revisión de información al momento de publicar las estadísticas anuales de balanza de pagos.

Considerados estos cambios, el volumen total de las exportaciones creció 7,2% el año 2003, 0,7% por encima de la estimación anterior. Los cambios se dieron, con mayor preponderancia en el volumen de los envíos agrícolas e industriales.

Este cambio también implicó una revisión de las cifras estimadas para el primer trimestre del año 2004. Así, se espera que las cantidades exportadas crecerán 7,3% en el período, casi 4 puntos porcentuales menos que en el último IPOM.

En cuanto al volumen de las importaciones, se modificó al alza el crecimiento estimado para el año 2003, tanto para las internaciones de bienes de capital como para el agregado. Así, se estima que el volumen total de las compras al exterior creció 9,7% en el año (+1,4 puntos porcentuales respecto de la estimación anterior), mientras el de las importaciones de bienes de capital aumentó 6,9% (+8,8 puntos porcentuales).

Respecto del primer trimestre de 2004, el crecimiento estimado para el volumen de las importaciones llegó al 6,6%, cifra que se compara con un 13,6% estimado en el IPOM de Política Monetaria. La combinación de menores valores y la revisión al alza de la base de comparación del año 2003 debido al señalado cambio metodológico explica este resultado.

### **Mercado laboral**

Según la información del Instituto Nacional de Estadísticas, en el trimestre móvil finalizado en enero de 2004 el mercado laboral suavizó el fortalecimiento de los meses previos. Descontando los efectos estacionales, el empleo privado registró un aumento respecto de diciembre sólo del orden de tres mil puestos de trabajo. En particular, el empleo asalariado dejó de ser el de mayor crecimiento, siendo sectores secundarios los que adquirieron mayor preponderancia.

En cuanto a las vacantes de trabajo, pese a una fuerte disminución en febrero, su nivel desestacionalizado se mantuvo cercano a los niveles máximos de fines de 2003, por lo que aún es temprano para proyectar un debilitamiento del mercado laboral en los próximos meses a partir de esta información.

La tasa de desempleo, eliminados los factores estacionales, creció levemente respecto del trimestre precedente, situándose en 8,3%. En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años), dicha tasa llegó a 6,6%, luego de mantenerse en 6,7% desde junio. En cuanto a la participación en el mercado laboral, destacó el aumento marginal en la de la población femenina.

Respecto de las categorías ocupacionales, el empleo de trabajadores por cuenta propia, alrededor del 26% del empleo total, fue el más dinámico en enero, creándose cerca de doce mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil precedente. El empleo de asalariados, 64% del empleo total, prácticamente no varió en términos desestacionalizados. Las demás categorías

ocupacionales disminuyeron en el margen contrapesando el efecto de los trabajadores por cuenta propia sobre el empleo total.

#### **IV. Precios**

En febrero el IPC tuvo una variación del 0%, mientras que para el IPCX y el IPCX1 se registraron variaciones mensuales de -0,2% y 0%, respectivamente. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 0%, mientras que el del IPCX se situó en 0,7% y el de IPCX1 en 1,1%. Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 continuaron indicando descenso en sus tasas de variación en doce meses. En el caso del IPCX2, en febrero éste también tuvo una variación mensual de 0%. En cuanto a la mediana del IPCX1, su variación mensual no presenta cambios respecto del mes anterior; por otro lado la del IPCX1, eliminados los efectos estacionales, fue negativa al igual que en enero.

Respecto de la estimación para febrero contenida en el informe anterior, la principal diferencia se dio en el rubro salud el que tuvo un incremento bastante menor que el estimado, que explica casi la totalidad de la diferencia. En cuanto a los alimentos no perecibles, la información de febrero indica, luego de cinco meses, un aumento marginal en el precio promedio de estos bienes.

La ausencia de sorpresas relevantes en la inflación del mes cooperó en que las expectativas de corto plazo se validaran. De hecho, el error de estimación de febrero fue inferior al del mes previo.

Por el lado de los salarios, en enero el crecimiento anual de las remuneraciones nominales descendió por segundo mes consecutivo. Así, tanto el índice de remuneraciones por hora como el índice del costo de la mano de obra anotaron variaciones anuales del 3,3%. Pese a lo anterior, el incremento semestral de las remuneraciones es algo mayor que el esperado dado el habitual rezago entre salarios e inflación.

En línea con los salarios, la variación anual de los costos laborales unitarios también cayó durante enero, ubicándose en 3,3% para el costo laboral unitario privado y en 4,6% para el industrial.

Finalmente, las expectativas de inflación del sector privado muestran un panorama heterogéneo. Aquéllas deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran comportamiento disímiles desde la anterior reunión. Por un lado, a dos años plazo se apreció una caída desde niveles en torno al 1,5% al cierre de la reunión anterior, hacia cifras más cercanas al 1,0% en la actualidad. A cinco años plazo, las expectativas se han mantenido en promedio en torno al 1,6% en el mismo período. Las expectativas de inflación de mesas de dinero, en tanto, muestran un leve aumento a un año plazo respecto de la anterior reunión (1,8% en marzo), al mismo tiempo que no se modifican para dos años plazo (2,4%). Por su parte, a marzo los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación del 2,2% para uno año plazo, cifra levemente superior a la del mes pasado. A dos años plazo, la inflación esperada, luego de dos meses, volvió al 3,0%.

A continuación la División de Estudios presenta las opciones de política monetaria.

1. En la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió mantener la tasa de política en 1,75% anual. Se consideró que los antecedentes acumulados desde la última reunión afianzaban las proyecciones de actividad y precios del Informe de Política Monetaria y que, en su conjunto, no constituían grandes novedades.
2. Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:
  - Aunque la inflación del mes de febrero estuvo cerca de lo esperado, la inflación subyacente IPCX1 volvió a ubicarse por debajo de lo previsto, esta vez en torno a 3 décimas.
  - Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo muestran un comportamiento heterogéneo. Las de más largo plazo, implícitas en diferenciales de tasas de interés, aún no retornan a niveles coherentes con el centro del rango meta. Las de mediano plazo son comparables a las proyecciones internas de inflación.
  - El precio del cobre ha seguido aumentando, ubicándose incluso sobre US\$ 1,30 por libra en algunos días (la referencia del mes pasado era US\$ 1,15). El precio de la celulosa también ha mantenido la tendencia al alza.
  - El tipo de cambio ha continuado volátil y en los días recientes ha estado aproximadamente 3% más depreciado en términos reales que el nivel supuesto en la proyección del último Informe de Política Monetaria.
  - Ha continuado el traspaso de las últimas reducciones de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de colocación.
  - Las proyecciones de actividad del primer trimestre de este año han sufrido una corrección a la baja (respecto del IPOM), motivada por antecedentes de los sectores minería e industria. Por el lado de la demanda interna, la inversión continúa con un patrón de poco dinamismo, por debajo de lo proyectado. A ello se suma que las cifras del mercado laboral han sido menos positivas que en los meses previos, mientras que el mejoramiento de las expectativas de los consumidores se ha detenido en el margen.
3. Aunque las señales recientes del sector real son, en promedio, menos dinámicas que lo esperado, no parecen constituir antecedentes suficientes para modificar el panorama de actividad e inflación de mediano plazo, el que continúa considerando una gradual aceleración económica y la convergencia de la inflación al centro del rango meta. Además de que estas señales de actividad y gasto pueden ser transitorias, ellas se podrían compensar con los efectos que cabe anticipar por las mejores noticias de los términos de intercambio. Con todo, se estima que el riesgo de que el crecimiento del año 2004 se ubique en la mitad inferior del rango de proyección ha aumentado.
4. Con los antecedentes revisados, y al igual que el mes pasado, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política en su nivel actual.
5. En esta oportunidad hay argumentos que justifican descartar un aumento de la tasa de interés. Como se comentó, los indicadores de actividad aparecen menos robustos que lo esperado, lo que aumenta el riesgo de un cierre de holguras más pausado al previsto en las proyecciones y, eventualmente, presiones de precios en el futuro más acotadas. A

ello se agregan los registros efectivos (en el margen) de inflación subyacente, los que continúan siendo menores que las cifras coherentes con la meta de inflación.

6. No parece haber justificaciones de peso para disminuir aun más la tasa de interés.
7. En primer lugar, aparte de algunos problemas técnicos mayoritariamente transitorios en la minería, por ahora no hay razones claras que expliquen el "menor tono" de los indicadores de actividad, gasto y empleo conocidos durante el último mes. Ello hace esperable que tengan un componente transitorio. Además, las condiciones externas continúan mejorando, en particular los términos de intercambio, y las condiciones financieras en Chile siguen siendo abiertamente expansivas, incluso profundizándose en el margen (como lo reflejan las tasas de colocaciones), lo que respalda no modificar el escenario de crecimiento de mediano plazo, aun en un marco en que las proyecciones privadas se han ajustado marginalmente. Una interrogante que se levanta en este escenario en que se mantiene el panorama de crecimiento de la actividad a pesar de las mejores condiciones externas de los últimos dos meses, en particular el mayor precio del cobre, es si han aparecido nuevos factores que podrían estar limitando el crecimiento de la economía (y que podrían explicar el menor tono comentado de las cifras). Es prematuro elaborar una respuesta sin tener más observaciones, lo que también favorece mantener la tasa de política monetaria a la espera de más antecedentes.
8. En segundo lugar, si bien es efectivo que hubo una sorpresa en el registro de inflación subyacente, no parece suficiente como para justificar un cambio de diagnóstico y/o de tasas. La sorpresa de inflación fue acotada y puede atribuirse al traspaso de la apreciación del tipo de cambio observada en el segundo semestre del año pasado. Como se ha mencionado antes, el tipo de cambio tiene efectos sobre la estructura de costos y precios cuya extensión y, particularmente, oportunidad no son posibles de determinar con precisión. A ello se agrega el nivel y persistencia que ha alcanzado el precio del petróleo y el leve aumento que ha mostrado el tipo de cambio, que, de persistir, incrementarían las presiones inflacionarias futuras. Con todo, es importante considerar que el escenario central supone una aceleración de la inflación subyacente en los meses venideros. Su materialización será clave para validar este escenario.
9. En tercer lugar, tampoco hay noticias definitivas respecto de otros factores que normalmente influyen en la trayectoria que tomará la inflación. Las propias expectativas inflacionarias del público, la evolución de los costos laborales, el grado de compresión de los márgenes y elementos específicos como el resultado de algunos procesos de tarificación de servicios públicos han tenido cambios o han generado nuevos focos de incertidumbre para las proyecciones. Sin embargo, ninguno de estos elementos ha mostrado modificaciones que afecten de manera concluyente el escenario futuro de inflación. Esto también apoya la opción de mantener.
10. En conclusión, y al igual que el mes pasado, en esta reunión la opción de mantener parece ser la más indicada. Ello es plenamente coherente con las expectativas que tiene el mercado, que espera casi unánimemente que no cambie la tasa de política monetaria.

A continuación los participantes de la reunión manifiestan sus comentarios respecto de los antecedentes y las opciones presentados por la División Estudios:

- Se señala que la tendencia a que el costo del capital disminuya tiene una incidencia en la proyección de la inflación. A este respecto, se destaca la importancia del proceso de

fijación de tarifas telefónicas que actualmente se encuentra en proceso de arbitraje y la próxima fijación de tarifas de agua. En general se produciría una tendencia a que el costo de capital baje, lo que es un elemento a observar en las fijaciones futuras de tarifas.

- Aunque se indica que la recomendación de la División de Estudios está bien balanceada, en un mundo sin inercia ya sea de las expectativas de inflación o de la actividad, no hay duda alguna que lo correcto cuando uno tiene una sorpresa es tomarse el tiempo para darse cuenta si esa sorpresa es transitoria o permanente. No obstante, se argumenta que en un mundo con inercia, es más difícil romper la trayectoria cuanto más tiempo se tarde uno en romperla. Es posible que en los siguientes meses se presente cualquiera de estas dos situaciones, una, que pruebe que es la hipótesis central, que el desvío de inflación fue transitorio y por tanto las decisiones del pasado y la presente de mantener son correctas. Sin embargo, si el futuro mostrara que más bien el desvío tiende a modificar la trayectoria, lo más apropiado sería mantener la tasa por un tiempo más largo o bajarla. Eso se apunta como una nota de cautela, estimándose que claramente el desvío es suficientemente transitorio de momento como para que el peso de la inercia no se vuelva un factor preocupante.
- Se hace presente que en los últimos meses se observa una disonancia entre las cifras más recientes en actividad y precios. Por una parte, indicadores recientes muestran una actividad más débil y presiones inflacionarias algo más moderadas de lo proyectado. Por otra parte, se manifiestan shocks intensos y no anticipados de precios claves, en particular del petróleo y del cobre, combinados con alguna depreciación del tipo de cambio. De persistir estos shocks de precios, su combinación contribuiría a presiones más intensas sobre la demanda, la actividad y los precios en el futuro.

A continuación, el Presidente invita a los señores Consejeros a que expresen su opinión respecto al curso de la política monetaria.

- Se indica que el cambio en las proyecciones de la División de Estudios para el primer trimestre no afecta de manera relevante la proyección de crecimiento del PIB para el resto del año ni tampoco la trayectoria esperada para el resto de la inflación. Así, es prematuro concluir que se esté en una fase de crecimiento más lento con consecuencias adversas para el cumplimiento de la meta inflación. Basado en los antecedentes revisados se estima que este es un fenómeno puntual y el escenario base se mantiene como el más probable.
- Se manifiesta que las proyecciones de inflación muestran que aunque esta medida en 12 meses momentáneamente estaría bajo cero por un par de meses, para terminar el año en torno al 2% y el próximo en torno a la meta, las inflaciones mensuales deberían retomar niveles consistentes con una inflación anualizada en torno al 3% a partir de marzo. Con estos niveles de inflación mensual las expectativas deberían continuar alineándose con la meta de inflación ayudando a la convergencia de ésta a su meta. De otra parte, aunque la situación internacional continúa mejorando y los términos de intercambio intensifican su mejora, el ritmo de crecimiento en la actividad y el gasto no refleja en su plenitud el mejor

entorno externo. Así, no hay antecedentes nuevos que apunten a una recuperación más vigorosa de la actividad económica que pudiera resultar en una aceleración de la inflación por encima del 3% en el escenario de proyección.

- Se indica que el panorama inflacionario continúa dentro del rango meta en los próximos 24 meses. Si bien es efectivo que hubo una sorpresa en el registro de la inflación subyacente, no parece suficiente como para justificar un cambio de diagnóstico y/o de tasas. Se deduce que la sorpresa de inflación fue acotada y puede atribuirse al traspaso de la apreciación del tipo de cambio observada en el segundo semestre del año pasado. A ello, se agrega el nivel y persistencia que ha alcanzado el precio del petróleo y el leve aumento del tipo de cambio que, de persistir, incrementaría las presiones inflacionarias futuras. Es importante considerar también que el escenario central supone una aceleración en la inflación subyacente en los meses venideros, por lo que su materialización será clave para validar este escenario.
- No obstante se estima que no hay antecedentes que justifiquen un cambio en la tasa de interés de política monetaria, se cree que es importante que en el comunicado se reflejen estos nuevos desarrollos, lo que permite mantener una posición de cautela, sin compromiso respecto de movimientos futuros de la tasa de interés, como en algún momento ocurrió cuando se anunció que lo más probable era que en un plazo relativamente breve la política monetaria iría reduciendo su grado de expansividad. En dicha oportunidad era eso lo que indicaban las proyecciones y pareció razonable hacer dicha advertencia, pero los hechos posteriores fueron en la dirección opuesta.
- En la actualidad las perspectivas que se están evaluando con la información disponible son similares a las de las reuniones de política monetaria de enero y febrero pasado, con un sesgo hacia un mejoramiento de los términos de intercambio, a una postergación de la aceleración de la actividad y una leve depreciación del peso. Estos cambios tienden a anularse entre sí respecto de su impacto sobre la inflación de mediano plazo, por lo que las proyecciones publicadas en el Informe de Política Monetaria siguen siendo válidas. Por esas razones, al igual que en la última reunión de política monetaria, se estima adecuado, mantener la tasa en su nivel actual y, en la ausencia de imprevistos, hacerlo durante un período prolongado.
- Se cree que es importante indicar un grado de neutralidad respecto de posibles movimientos futuros. Si bien es esperable una normalización de la política monetaria, los últimos antecedentes no permiten descartar que dicha normalización se pueda demorar más de lo actualmente esperado y para la mayor efectividad de la política monetaria interesa que esto se refleje en todas las futuras tasas de interés. Se cree que si a esto se agrega que el mercado tampoco espera un cambio en la tasa de política monetaria tiene sentido esperar tener más información antes de comprometerse a realizar un cambio en la tasa de política monetaria.
- Junto con lo anterior, se observa que aunque la tasa de política monetaria es abiertamente expansiva, pero la actividad ha sido más débil aunque se sigue esperando que los indicadores confirmen las mejores perspectivas. Esta situación se estima que da tiempo

**MINUTA**

Sesión Política Monetaria  
11.03.2004 16.-

para observar lo que ocurra con el ciclo de tasas en el resto de las economías, que se espera comiencen a subir sólo a partir del tercer o cuarto trimestre del presente año.

**ACUERDO**

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