

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 59 celebrada el 10 de febrero 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); Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico); Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis Internacional); Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica); Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Investigación e Investigación Estadística); Eduardo Arriagada Cardini (Gerente de Comunicaciones Institucionales); Enrique Orellana Cifuentes (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia Subrogante); Jorge Court Larenas (Secretario General).

 - c) Asiste también el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel Cullell.
-
- 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 febrero 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 febrero de 2004.

SÍNTESIS DEL MES

- Respecto del *Informe* de Política Monetaria de enero, no se han producido sorpresas que en su conjunto motiven un cambio en el escenario de inflación y crecimiento para el mediano plazo. En cierta manera, las novedades han ido en direcciones opuestas. Mientras la inflación efectiva de enero se ubicó algo por debajo de lo esperado y las remuneraciones nominales se desaceleraron, el peso ha perdido valor frente al dólar, el precio del cobre se ha ubicado por sobre lo previsto, y las expectativas de inflación de mediano plazo, a partir de precios de activos financieros, han seguido una trayectoria al alza, acercándose al piso del rango meta. Los pronósticos para el crecimiento de la actividad y el gasto en el curso del primer trimestre de este año se mantienen en línea con lo previsto en el *Informe*.
- Desde el mes pasado, el crecimiento proyectado para la economía mundial se elevó en una décima, esencialmente por perspectivas de crecimiento de consenso más favorables para Estados Unidos, mientras el precio del cobre ha continuado escalando, superando US\$ 1,15 en días recientes. El precio del petróleo, en tanto, se mantiene por sobre los niveles esperados hace un tiempo. Estos cambios, sin embargo, tienen un efecto limitado sobre el ingreso privado disponible. Las condiciones financieras externas continúan siendo positivas, a pesar de las implicancias del cambio de énfasis en el comunicado de la Reserva Federal, la mayor volatilidad de los precios de activos bursátiles y de las monedas latinoamericanas, y el leve incremento de los *spreads* soberanos. Persisten asimismo los riesgos negativos discutidos con anterioridad, vinculados a los elevados déficit de cuenta corriente y fiscal en Estados Unidos.
- En el mercado financiero interno, las tasas de interés de mediano plazo reflejaron la reducción de la tasa de política monetaria de enero, junto a expectativas de inflación de mediano plazo más estables o incluso al alza. De hecho, los diferenciales entre tasas de mediano plazo nominales y reajustables han mostrado incrementos del orden de cincuenta puntos base en las últimas semanas. La ausencia de sorpresas muy significativas en la inflación de enero, así como el incremento reciente del precio de la gasolina pueden estar detrás de esto, aunque no se puede descartar que el compromiso explícito del Banco Central de Chile con la meta de 3% esté influyendo en las expectativas. En el mercado del crédito, las colocaciones efectivas no hipotecarias han mostrado alguna desaceleración durante enero, mientras que las tasas de colocación, especialmente las de consumo y comerciales, presentan incrementos respecto a los promedios de fines del año pasado. Por el lado cambiario, se han visto mayores grados de volatilidad de corto plazo. Más allá de ello, es destacable que el tipo de cambio haya dejado de apreciarse a pesar del importante repunte del precio del cobre. Las perspectivas de alzas de tasas para los próximos trimestres en Estados Unidos, junto con la mayor estabilidad de la paridad euro/dólar en torno a 1,25 dólares por euro, son aspectos que apoyan esta trayectoria reciente del peso.

- Por otra parte, destaca el repunte sostenido de los distintos indicadores de expectativas privadas, los que muestran mejoras tanto en el panorama esperado para la situación personal de los hogares y la disposición a adquirir bienes durables. A pesar de esto, algunos indicadores relevantes por el lado del consumo, como las ventas de automóviles, han tendido a revertir algo de los fuertes incrementos previos. En el mercado laboral continúan apreciándose indicaciones positivas. La ocupación según el Instituto Nacional de Estadísticas mostró un nuevo máximo histórico, empujada por el empleo de asalariados, y en enero las vacantes siguen también creciendo con fuerza. La tasa de desocupación desestacionalizada no ha mostrado nuevos descensos, mientras la tasa de desempleo primaria se ha mantenido estable por varios meses.
- Aunque los indicadores coyunturales de formación bruta de capital en maquinaria muestran un cierto decaimiento, es probable que exista una revisión al alza en este ítem en el marco del cálculo de las cuentas nacionales para el año 2003, por la incorporación de antecedentes definitivos de deflatores que contienen variaciones de valores unitarios menos sensibles a la depreciación del dólar en el mundo. Por su parte, las ventas de viviendas nuevas se han mantenido estables.
- La inflación de enero se ubicó algo por debajo de lo previsto hace un mes. La razón, sin embargo, no fueron nuevas sorpresas por parte de los alimentos no perecibles. De hecho, la variación mensual de estos precios se ubicó muy cerca de lo previsto, en torno a cero, lo que indicaría que las caídas de precios por mayores grados de competencia se estarían atenuando. Las sorpresas de inflación vinieron por el lado de otros productos, como analgésicos y pasajes de transporte interprovincial. Aunque el comportamiento histórico de estos precios puede indicar que estas sorpresas pudieran persistir en el tiempo, no se puede descartar que se esté en presencia de los efectos de la apreciación cambiaria reciente sobre la estructura de costos. No solo la magnitud de este traspaso es imprecisa; su ocurrencia temporal también lo es. Así, por ahora no se estima que se esté en un escenario de inflación de corto plazo muy distinto del previsto. Por otra parte, el incremento de los combustibles y del tipo de cambio en semanas recientes incidirá levemente al alza en la inflación anual de los próximos meses, compensando el efecto de las sorpresas anteriores. En su conjunto, se espera que la inflación en doce meses alcance su punto más bajo al final del primer trimestre y al inicio del segundo.
- A mediano plazo, lo más relevante para las perspectivas inflacionarias —aparte de la trayectoria del tipo de cambio, las expectativas y las holguras en el uso de la capacidad instalada— son los costos laborales unitarios. En diciembre se apreció una caída adicional del crecimiento de los salarios nominales, lo que indica que la menor inflación ha comenzado a tener algún efecto en las remuneraciones. La productividad, en tanto, continúa con tasas de crecimiento positivas, lo que ha permitido que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios se mantenga estable.

- Así, no hay antecedentes para modificar el escenario de proyección de mediano plazo delineado en el Informe de Política Monetaria de enero. En el escenario internacional continúan apreciándose mejoras, principalmente por el lado del precio del cobre, y se mantienen las proyecciones de crecimiento dentro de los rangos del Informe de Política Monetaria de enero. Por el lado de los costos, los salarios nominales han mostrado una desaceleración, mientras el tipo de cambio se ha depreciado. Aunque la inflación de enero estuvo algunas décimas por debajo de lo proyectado a principios de año, ello no parece deberse a una continuación de la guerra de precios entre supermercados, sino que a otros factores que no se estima estén fuera del escenario central de proyección. En suma, una revisión de las proyecciones como un todo se podrá hacer solo en la medida en que se tenga una visión más concreta del crecimiento efectivo y la inflación en los próximos meses o se materialicen mayores novedades.

I. Escenario internacional

- En las últimas semanas continuó mejorando el panorama internacional para la economía chilena, conformándose un escenario externo más favorable que el previsto en el Informe de Política Monetaria. Esto se refleja en revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y en un aumento sustancial en el precio actual y proyectado del cobre, noticias compensadas parcialmente por una postergación en la reducción esperada del precio del petróleo. Las condiciones financieras externas también continúan favorables.
- Desde el Informe de Política Monetaria de enero, las proyecciones de crecimiento mundial han mostrado una leve corrección al alza, principalmente por un mayor crecimiento esperado para Estados Unidos, Japón y Asia emergente. Así, las proyecciones de crecimiento mundial a PPC alcanzan 4,6% y 4,2% en el año 2004 y el año 2005, respectivamente. Ponderado por los principales socios comerciales, se estiman en 4,1% este año y 3,6% el próximo.
- En Estados Unidos el crecimiento del último trimestre de 2003 fue menor que el esperado (4% trimestre a trimestre anualizado) aunque con un fuerte crecimiento de la inversión, tanto residencial como no residencial, y del sector externo. Para este año, se afianzan las expectativas de una expansión de la actividad de 4,8%. En la zona euro son promisorios los datos recientes de confianza empresarial, con cinco países mostrando un clima de negocios más favorable, a lo que se une la reversión parcial de la apreciación del euro, que contribuye por ahora a atenuar el riesgo de ser un elemento contractivo. En Japón, en tanto, el sector externo sigue liderando el crecimiento, traduciéndose en un mayor dinamismo de la actividad industrial en el cuarto trimestre de 2003.

MINUTA

Sesión Política Monetaria N° 59

10.02.2004

5.-

- Desde el cierre del Informe, el precio del cobre tuvo un importante aumento, promediando US\$ 1,1 la libra en enero y con valores al contado (*spot*) por sobre ese nivel. Ello se explica por la mayor actividad mundial, liderada por los dos principales consumidores de cobre (China y Estados Unidos) así como por una menor oferta. Lo anterior implica un déficit mayor que el estimado para este año. En su conjunto, esto puede llevar a que el precio del metal alcance niveles promedio superiores a los estimados en el Informe de Política Monetaria (que son de US\$ 1 y US\$ 1,02 la libra para 2004 y 2005, respectivamente).
- El precio del petróleo también se ha ubicado por sobre lo estimado, promediando US\$ 31 el barril en enero, con valores al contado (*spot*) cercanos a US\$ 29. Esto se explica por una demanda mayor que la esperada de los principales consumidores (Estados Unidos y China), niveles de inventarios históricamente bajos, pocas holguras para aumentar la oferta en la mayoría de los productores y la sorpresiva reducción de cuotas de producción por parte de la OPEP.
- En los mercados financieros externos, destacó el cambio en el tono del comunicado que acompañó la decisión de la Reserva Federal de mantener su tasa de interés de política monetaria. La eliminación de la referencia a que la instancia monetaria se mantendría por un “período considerable de tiempo”, adelantó las expectativas que se habían generado respecto a que el inicio del ciclo de alza de tasas se daría en el segundo semestre del año. En la zona euro en tanto, creció la posibilidad de una baja adicional en la tasa rectora, la que estaría asociada a los efectos en la actividad que podría tener la apreciación del euro. Pese a ello, la reversión marginal que ha registrado la paridad ha atenuado estas expectativas.
- A pesar del cambio de énfasis por parte de la Reserva Federal, las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos están —con vaivenes— cerca de 20 puntos base por debajo del nivel del cierre del Informe de Política Monetaria, movimiento que las tasas en Europa han seguido de cerca. Asimismo, los diferenciales (*spreads*) crediticios corporativos se han ajustado a la baja para todo el espectro de clasificación de riesgo. Por otra parte, la depreciación del dólar se ha tendido a detener, en especial con respecto al euro, transándose en la actualidad en torno a 1,25 US\$/euro. Por último, las bolsas se han mantenido en niveles altos, no vistos desde hace más de un año. Aun así, persisten los riesgos identificados en el Informe, debido a los persistentes déficit fiscal y de cuenta corriente en Estados Unidos.

- Las condiciones financieras para las economías emergentes se mantienen favorables, pese a que en el margen se observan leves aumentos en los *diferenciales* soberanos y depreciaciones de algunas monedas. En cuanto a volúmenes, la amplia liquidez y las bajas tasas han favorecido un posicionamiento significativo de los fondos dedicados a estas economías, lo que se ha traducido en la compra de bonos y principalmente de acciones por parte de estos fondos. Estos flujos de capitales a economías emergentes han estado orientados especialmente a los tramos más bajos de clasificación de riesgo, fenómeno también observado en los bonos corporativos de empresas norteamericanas.
- El mayor movimiento de capitales hacia economías emergentes valida las mejores proyecciones de esta variable en el año 2004. El *International Institute of Finance* proyectó recientemente un aumento de 5% en los flujos a economías emergentes respecto de los US\$ 187 billones recibidos el año 2003, de ellos América Latina captaría 20%, con Brasil como el principal receptor. La mantención de condiciones financieras favorables para las economías emergentes incrementa el flujo de capitales, pero también aumenta el riesgo ante un incremento más rápido que lo anticipado de las tasas de interés de economías desarrolladas.
- En enero se colocó un nuevo bono soberano chileno, por un monto de US\$ 630 millones con vencimiento a enero de 2008. La colocación, a tasa cupón flotante, tuvo un *spread* de 40 puntos base por sobre la *Libor* a tres meses, que está en línea con los cálculos realizados para los bonos de menor plazo emitidos por el Gobierno (por ejemplo, el bono con vencimiento al año 2007 presentó un *spread* comparable de 42 puntos base ese día).

II. Mercados financieros

- Desde la anterior reunión, las tasas de los documentos reajustables del Banco Central han caído más de 40 puntos base, y hoy se ubican en 2,6% a 5 años y 3,7% a 10 años, valores similares a los de octubre último. Las tasas de interés de los documentos nominales de mediano y largo plazo cayeron más de 20 puntos base hasta la penúltima semana de enero. Desde entonces, revirtieron parcialmente esta tendencia conforme al cambio en las expectativas de inflación de mediano plazo.
- A su vez, las tasas de interés nominales de los documentos de corto plazo se han movido en igual dirección que la tasa de política monetaria.
- Las expectativas de inflación se han ajustado de mejor forma a las noticias de inflación de la última parte de 2003. De hecho, el error de estimación de enero fue significativamente inferior al del período octubre-noviembre, donde se produjo la parte más relevante de las sorpresas inflacionarias.

- La curva *forward* se desplazó paralelamente respecto del cierre del *Informe*, deduciéndose expectativas de alza de la tasa de política monetaria del orden de 50 y 75 puntos base en un plazo de entre tres y seis meses. A igual plazo, la encuesta de expectativas de febrero señala un aumento de menor magnitud (entre 25 y 50 puntos base).
- Conforme con las reducciones de la tasa de política monetaria, las tasas de interés de las operaciones de captación de los bancos con el público han caído, especialmente las de más corto plazo. Por su parte, las tasas de interés de colocación aumentaron durante enero, pero volvieron a los niveles de antes de las fuertes disminuciones observadas en diciembre. Así, por ejemplo, las tasas de los créditos de consumo presentan incrementos del orden de 100 puntos base en el mes, mientras las de los comerciales muestran alzas mayores en el plazo superior a un año (más de 300 puntos base).
- En diciembre, las colocaciones continuaron la tendencia creciente de los meses previos. En términos desagregados, los créditos de consumo crecieron del orden de 17% anual y los de vivienda 12%. Los créditos a empresas, en cambio, permanecieron estancados. No obstante lo anterior, en enero el crecimiento anual de la deuda total se redujo respecto del mes anterior, por el menor dinamismo de las colocaciones efectivas, tanto en moneda nacional como extranjera. En todo caso, el componente de créditos con letras hipotecarias aumentó, lo que permite anticipar que el ritmo de crecimiento de las colocaciones para la vivienda se mantendrá.
- En cuanto al financiamiento de las empresas a través de bonos, en enero las colocaciones de estos instrumentos ascendieron a UF4,5 millones, que representan alrededor de un 25% del promedio de las emisiones mensuales promedio en meses recientes, no existiendo anuncios de emisiones para febrero, fenómeno usual en este mes. Con todo, la TIR media de los bonos permaneció estable en enero respecto de diciembre (5,6%). Las TIR de las letras hipotecarias tuvieron movimientos mixtos en enero respecto de diciembre; no obstante, la escasez de transacciones no permite concluir una tendencia clara.
- En enero, el dinero (M1A) aumentó 16% en doce meses, cifra que se anticipa caerá a niveles cercanos a 6% durante marzo, dada la inusual demanda ocurrida en marzo del año pasado a raíz del caso Corfo-Inverlink. Los agregados más amplios finalizaron enero con variaciones prácticamente nulas, explicadas principalmente por la mayor preferencia de las AFP por invertir en el exterior.

Tipo de cambio

- Durante enero el tipo de cambio tuvo una alta volatilidad diaria, que superó los \$ 15 por dólar, llevando al precio de esta moneda a fluctuar entre \$ 560 y \$ 600. El cambio en el comunicado de la Reserva Federal mencionado anteriormente impactó favorablemente la

cotización del dólar en los mercados internacionales, afectando al peso y a otras monedas.

- Las expectativas respecto de la trayectoria de la divisa que se extraen de las cotizaciones de *Bloomberg* indican una depreciación de la moneda local del orden de 1% en doce meses. La encuesta de expectativas de febrero, en tanto, señala una depreciación algo mayor en el horizonte de un año (3%).
- En los primeros días de febrero el tipo de cambio nominal multilateral (TCM) y el tipo de cambio nominal respecto a las cinco principales monedas (TCM-5, respecto al dólar de Estados Unidos, el dólar canadiense, el euro, el yen japonés y la libra esterlina) se sitúan por sobre el nivel promedio de enero, con variaciones mensuales del orden de 1% a 1,5%, similares a la del tipo de cambio bilateral observado con respecto al dólar de Estados Unidos (TCO). En enero, el tipo de cambio real medido tanto en términos multilaterales (TCR) como en relación a las cinco principales monedas (TCR-5), se apreció 3% respecto de diciembre. Este movimiento sería parcialmente compensado en febrero, considerando un TCO de \$ 585 por dólar.
- En enero el diferencial de tasas de interés interna-externa nominal permaneció constante, mientras el diferencial real tuvo un pequeño descenso, coherente con un ritmo de depreciación real esperado para el mediano plazo algo inferior al de los meses anteriores.

Bolsas

- Luego de sostenidas alzas en enero, los mercados accionarios internacionales retrocedieron casi completamente en los últimos días, por la incertidumbre que provocó sobre los retornos accionarios el ya mencionado comunicado de la Reserva Federal.
- De esta forma, en lo que va del año el *Dow Jones* y el *Nasdaq* han crecido 0,4% y 0,8%, respectivamente. Los indicadores de ADR latinos crecieron 0,3% y los chilenos, 0,2%. Los demás mercados accionarios de América Latina mostraron en enero resultados disímiles: el *Merval* de Buenos Aires aumentó 0,7%, en tanto que el *Bovespa* de Sao Paulo disminuyó 5%. En el mercado accionario local, primó una tendencia a la baja, finalizando el IPSA con un descenso del orden de 3% - 3,5% medido tanto en pesos como en dólares.

III. Actividad y empleo

- La estimación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2003 no cambió respecto de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria. Con esto, el crecimiento del PIB en 2003 se mantuvo en 3,2%. La estimación de crecimiento para la actividad y el gasto durante el primer trimestre de 2004 también es coherente con el escenario de proyección del Informe de Política Monetaria.

- El sector industrial mostró en diciembre un desempeño superior a lo esperado, en parte por la mayor producción de ramas ligadas al sector interno. Con ello, el sector cerró el año 2003 con un crecimiento anual de 2,2%.

Consumo y existencias

- En lo más reciente, las expectativas de los hogares muestran un nuevo mejoramiento, que apoya el favorable desempeño de los indicadores de consumo. La información a enero del Índice de Percepción Económica de Adimark indica que las expectativas de los agentes continúan mejorando, ubicándose en niveles comparables a los del primer trimestre de 1998. El indicador expectativas de la Universidad de Chile tuvo un comportamiento similar en diciembre.
- La información más reciente confirmó el repunte del consumo, en especial de su componente durable. En diciembre, esta parte de las ventas del comercio de la Cámara Nacional de Comercio continuó creciendo. Las importaciones de consumo durable — excluidos los automóviles— también aumentaron sus niveles. En cuanto a las ventas de automóviles, aunque en los dos últimos meses han caído, siguen en valores elevados. No se descarta que tras la rápida acumulación de existencias de bienes de consumo durable en el segundo semestre de 2003 se produzca una moderación en la primera mitad de 2004, parte de la cual ya se aprecia en las cifras de ventas de automóviles.
- En cuanto a las existencias, los antecedentes indican una cierta debilidad. Por un lado, la relación entre producción y ventas industriales del Instituto Nacional de Estadísticas tuvo un incremento en diciembre, pero se mantiene por debajo de su promedio histórico. Por otro lado, en enero las importaciones desestacionalizadas de bienes de consumo real revirtieron la tendencia creciente que se venía observando desde mayo de 2003.

Formación bruta de capital

- Los componentes de la formación bruta de capital muestran señales mixtas en el margen, aunque se suma una mayor cantidad de antecedentes que hacen esperar tendencias positivas para el agregado. Los indicadores coyunturales de formación bruta de capital en maquinaria muestran un cierto decaimiento, aunque es probable una revisión al alza de este ítem en el marco del cálculo de las cuentas nacionales para el año 2003, por la incorporación de antecedentes definitivos de deflatores que contienen variaciones de valores unitarios menos sensibles a la depreciación del dólar en el mundo.
- La información del sector inmobiliario de diciembre mostró una mayor actividad, con ventas que, en términos desestacionalizados, revierten la caída de los últimos meses. En cuanto al nivel de existencias, en diciembre aumentó por tercer mes consecutivo, contándose con la oferta más alta desde que se lleva registro (15.000 unidades). Así, los meses necesarios para agotar las existencias llegaron a 19.

Política fiscal

- En noviembre último, el balance global del Gobierno Central se hizo más deficitario: fue del 1,2% del PIB medido como año móvil, el mayor índice mensual de todo el 2003. Los ingresos totales revirtieron la tendencia decreciente de los meses previos, principalmente por los mayores ingresos tributarios del mes. El aumento de los gastos totales, a su vez, más que compensó el de los ingresos, debido especialmente a una mayor aceleración de la inversión pública y al pago de bonos de reconocimiento.

Sector externo

- En enero, las exportaciones FOB ascendieron a US\$ 2.010 millones, lo que representó un aumento de alrededor de 10% respecto de igual mes del año pasado. Las importaciones FOB, en tanto, crecieron cerca de 1% anotando un valor de US\$ 1.780 millones. Las primeras estimaciones de febrero indican expansiones anuales en las exportaciones e importaciones de 38% y 8,5%, respectivamente. Así, el valor FOB de ventas y compras al exterior sería de US\$ 2.150 y US\$ 1.500 millones, respectivamente.
- En relación con el volumen de exportaciones, el último trimestre de 2003 tuvieron un incremento anual de 5,5%, algo por debajo de lo incluido en el Informe. Menores envíos mineros, parcialmente compensados por mayores exportaciones agrícolas, provocó este resultado. El quantum de las exportaciones totales de 2003 aumentó aproximadamente 6,5%, valor similar al considerado en el Informe de Política Monetaria.
- El volumen de las importaciones en el cuarto trimestre de 2003 aumentó 16% año con año, algo por debajo de lo incluido en el Informe de Política Monetaria. Así, el volumen de las importaciones totales creció cerca de 8% año con año en 2003, destacando el aumento de 16% en las de consumo.
- No obstante lo anterior, y como es habitual en período de cierre de año estadístico, está en proceso de revisión la información relativa a índices de valor unitario, lo que puede llevar a que las cifras definitivas de volúmenes de comercio difieran de las cifras preliminares disponibles hasta ahora.

Mercado laboral

- Según el Instituto Nacional de Estadísticas en el trimestre móvil finalizado en diciembre de 2003, el mercado laboral continuó con el mayor dinamismo iniciado en octubre. Los sectores que impulsaron el empleo total siguieron ligados a los puestos de trabajo asalariado privados. La evolución de las vacantes de trabajo en enero augura que se mantendrá esta dinámica favorable del empleo asalariado.
- La tasa de desempleo desestacionalizada se situó en torno a 8,3%, cifra algo por debajo del promedio de 2003 y 0,1 punto porcentual mayor que la de noviembre del pasado.

Según la información para el Gran Santiago de la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, durante diciembre la tasa de desempleo registró una caída de 1,5 puntos porcentuales respecto de la medición del trimestre anterior y de 0,2 punto porcentual respecto de diciembre de 2002. Descontados efectos estacionales, no hubo cambios en esta variable entre septiembre y diciembre.

- En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) la tasa de desempleo desestacionalizada llegó a 6,8%, después de mantenerse en 6,7% desde junio. Cabe destacar que esta variable registraba una trayectoria descendente desde principios de 2002 y estabilidad de los últimos seis meses, dando cuenta que se mantienen las holguras de capacidad .
- En enero, las vacantes de trabajo crecieron 17,2% anual, con niveles desestacionalizados que aumentan desde octubre de 2003. Así, se puede esperar que el empleo de asalariados, es decir, el ligado al sector más formal del mercado del trabajo, siga creciendo en los próximos meses.
- En cuanto a las categorías ocupacionales, el empleo de trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados, en términos desestacionalizados, disminuyó respecto de noviembre en cerca de seis mil puestos. Por su parte, el empleo de asalariados —que representa alrededor del 64% del empleo total— experimentó un alza por cuarto mes consecutivo, creando 16 mil nuevas plazas.
- Por grupo ocupacional, descontando efectos estacionales, destaca que quienes propiciaron la mejora en los niveles de empleo fueron empleados de oficina y trabajadores en servicios personales, a diferencia de otros meses, en que los profesionales y técnicos impulsaron el aumento de la ocupación.

IV. Precios y costos

- En el mes de enero, el IPC anotó una variación de -0,2%, igual registro al del IPCX y el IPCX1. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 0,8%, mientras que el del IPCX se situó en 1,5% y el de IPCX1 en 1,6%. Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 continuaron indicando descensos en sus tasas de variación en doce meses. El IPCX2, no presentó cambio en enero, similar a lo que sucedió con la variación mensual desestacionalizada y la mediana del IPCX1.
- La inflación de enero se ubicó algo por debajo de lo previsto hace un mes. Sin embargo, ello no respondió a nuevas sorpresas por parte de los alimentos no perecibles. De hecho, la variación mensual de estos precios se ubicó muy cerca de lo previsto, en torno a cero, lo que indicaría que las caídas de precios por mayor competencia estaría deteniéndose. Las sorpresas de inflación se dieron en otros productos, como analgésicos y pasajes de transporte interurbano. Aunque dado el comportamiento histórico de estos precios es

posible que estas sorpresas pudieran persistir, no se puede descartar que se esté en presencia de los efectos de la apreciación cambiaria reciente sobre la estructura de costos. Aún así, no solo la magnitud de este traspaso es imprecisa, sino que también lo es su ocurrencia temporal. Así, por ahora no se estima que se esté en un escenario de inflación de corto plazo muy distinto del previsto.

- Por el lado de los salarios, en diciembre se apreció una nueva disminución del crecimiento anual de las medidas nominales, en línea con lo que se esperaba dados los bajos registros inflacionarios del último semestre de 2003. Así, tanto para el índice de remuneraciones por hora como para el costo de la mano de obra la variación anual fue de 3,4%. En todo caso, las variaciones observadas en el primer trimestre de 2004 serán claves para la evaluación de la trayectoria de mediano plazo de los costos laborales unitarios.
- En la coyuntura, en diciembre la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios continuó descendiendo, luego de los *niveles máximos alcanzados* a mediados de año. Los costos laborales unitarios (CLU, referidos a los salarios nominales divididos por la productividad media del trabajo) medidos a partir del empleo de asalariados, empleadores y personal de servicios —medida más cercana a los grupos sobre los que se basan las estadísticas de salarios— continuaron mostrando tasas de crecimiento anual más estables y por debajo de las habitualmente consideradas.
- En cuanto a las expectativas de inflación del sector privado, las deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, han aumentado del orden de 50 puntos base desde la anterior reunión. Así, a dos y cinco años plazo se ubican alrededor de 1,2% y 1,7%, respectivamente. Por su parte, en febrero los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indicaron una inflación de 2,1% para un año plazo, cifra similar a la del mes pasado. A dos años plazo, la inflación esperada se mantuvo en 2,8%.

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

1. En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió reducir la tasa de política en 50 puntos base a 1,75%. Se consideró que las novedades por el lado de los costos y precios mostraban que las presiones inflacionarias continuaban siendo menores que las esperadas y que los reducidos niveles que la inflación había alcanzado aumentaban el riesgo de que las futuras decisiones de precios se basaran en expectativas inflacionarias incoherentes con el objetivo inflacionario. Ello en un marco de aumento de las proyecciones de crecimiento para los próximos trimestres.
2. Desde la última reunión se han acumulado relativamente pocas novedades:
 - La inflación del mes de enero estuvo algo por debajo de lo estimado internamente, con sorpresas que se concentraron en la inflación subyacente IPCX1.

- Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo dejaron de caer y algunas han mostrado un leve incremento.
 - El precio del cobre ha seguido aumentando, ubicándose sobre US\$ 1,15 por libra.
 - El tipo de cambio ha mostrado bastante volatilidad y en lo más reciente se ha ubicado por encima del supuesto de proyección del último *Informe*.
 - Por último, las proyecciones de actividad de corto plazo no han sufrido variaciones de importancia, y los indicadores indirectos muestran un panorama coherente en términos gruesos con el escenario del Informe de Política Monetaria. La confianza de los hogares ha llegado a nuevos máximos y el mercado laboral continúa afianzando su dinamismo. Sin embargo, las colocaciones a personas muestran en el margen algo de menor dinamismo; no se aprecia un repunte generalizado en el crecimiento de los agregados monetarios distintos del M1A y la inversión aún no muestra un repunte sostenido.
3. Con los antecedentes revisados, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política en su nivel actual.
4. Por un lado, es muy difícil justificar un aumento de la tasa de interés. La proyección de inflación para los próximos 24 meses no ha variado, manteniéndose la expectativa de que se ubique cerca de 3% a fines del horizonte de proyección. Tal vez la única novedad que podría favorecer una reducción del impulso macroeconómico es que los términos de intercambio del año 2004 probablemente mejorarán aun más de lo supuesto en el Informe de enero. Sin embargo, esta no parece ser una razón suficiente como para cambiar el panorama inflacionario. En efecto, hasta ahora no se aprecia un cambio de relevancia similar en otras variables del entorno externo. Adicionalmente, debido a que los mejores términos de intercambio se derivan principalmente de un mayor precio del cobre, es probable que su efecto en la actividad no sea del mismo orden. Ello porque el recurso es mayoritariamente de propiedad extranjera y, para la parte de propiedad estatal, existe la regla fiscal, lo que implica que el ingreso nacional privado disponible no debería variar con la misma intensidad. Finalmente, las holguras de capacidad son aún amplias, por lo que incluso un eventual mayor crecimiento no pondría en riesgo la trayectoria de la inflación.

5. Tampoco es evidente que en esta oportunidad existan argumentos para disminuir aun más la tasa de interés. Los elementos principales detrás de la decisión de la reunión anterior no se han intensificado sino que, en la última información, se han tendido a revertir. Si bien algunas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo del rango meta, ellas han aumentado en las últimas semanas. El incipiente debate que existió sobre la conveniencia de modificar la meta de inflación ha cesado. En el margen, el tipo de cambio ha aumentado, limitando sus efectos sobre las proyecciones de inflación. Además, respecto del efecto que tiene un cambio en la tasa de interés sobre el tipo de cambio, hay que considerar que aunque no se pueden descartar consecuencias mayores de existir otros mecanismos de transmisión, de acuerdo con la paridad de tasas de interés un cambio en la tasa de 25 puntos base durante un año tiene un efecto marginal sobre el tipo de cambio (de menos de 2 pesos).
6. Probablemente la única novedad que podría justificar una reducción de la tasa de interés es que la inflación de enero estuvo por debajo de lo esperado. Esta, sin embargo, no parece ser una razón suficiente. Aunque nuevamente concentrado en el IPCX1, el error de proyección fue menor comparado con las sorpresas de los meses previos, y probablemente obedece al traspaso del menor tipo de cambio de los últimos meses, traspaso cuya extensión y, especialmente, oportunidad no son posibles de determinar con precisión. No es, por lo tanto, una novedad que permita modificar el cuadro esperado de inflación.
7. Además, una reducción de la tasa en esta oportunidad presenta dos inconvenientes. En primer lugar, en momentos en que el mundo parece acercarse al ciclo de alzas de tasas, no parece apropiado disminuirlas más si no existen argumentos decisivos y se considera que ellas ya han alcanzado un nivel especialmente reducido. En segundo lugar, un recorte podría resultar confuso. Considerando que la última reducción de tasas fue relativamente agresiva —intencionadamente para limitar las probabilidades de nuevos recortes— aprobar un movimiento en esta reunión podría entregar la idea errónea de que la función de reacción del Banco Central ha cambiado.
8. En suma, en esta ocasión la opción de mantener parece ser la más indicada. Ella es coherente con las expectativas del mercado y permite esperar a tener más antecedentes.

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

- Uno de los participantes señala que se trata de un informe con pocas novedades, lo que puede ser bueno para lo que han sido quizás otras oportunidades. Sin embargo, manifiesta una preocupación particular sobre la debilidad que se observa todavía por el lado de la inversión, puesto que sus indicadores más de corto plazo son bastante ambiguos mientras que el escenario de mediano plazo que respalda las proyecciones de inflación supone un repunte bastante más vigoroso de la formación bruta de capital. Cree que éste es un tema que va a ser importante verlo en los próximos meses, por su

incidencia en las proyecciones de mediano plazo.

- Por otro lado, se señala que efectivamente la incertidumbre para las proyecciones todavía sigue presentándose por el lado de la inversión, a pesar de que el aumento del precio del cobre debiese mejorar las expectativas. En todo caso, la revisión habitual en las estadísticas de índices de valor unitario de importaciones de bienes de capital que se está afinando llevará probablemente a que la inversión muestre un poco más de repunte. Ello, puesto que los precios utilizados preliminarmente sobreestimaban la incidencia de la depreciación del dólar en los precios de importación de bienes de capital, deprimiendo por tanto las estimaciones de volúmenes de importación.
- Adicionalmente, se indica que el resultado fiscal del mes de diciembre parece haber sido bastante superavitario, lo que habría permitido el cumplimiento de la meta fiscal.
- Otro participante manifiesta que se han ido materializando los riesgos positivos en términos de actividad mundial que se habían planteado en la reunión de política monetaria anterior, y que se refieren, fundamentalmente, a un crecimiento algo más promisorio en Estados Unidos, Asia emergente, Japón y América Latina. Por lo tanto, esto podría en algún momento determinar también un crecimiento en Chile algo mayor. También en la dirección de sugerir cautela respecto de la política monetaria, se tiene el comportamiento exhibido por el precio del petróleo y el recorte sorpresivo de la OPEP.
- Adicionalmente, se argumenta que las novedades que se tienen, individualmente consideradas, sí son de cierta relevancia, aún cuando en el total, desde el punto de vista de lo que importa para esta reunión, sus efectos tiendan a compensarse.
- En particular, el aumento en el precio del cobre sí ha sido bastante significativo como noticia para la economía nacional. Aunque comparte que no hay canales directos relevantes que lleven a que ese aumento en el precio del cobre necesariamente se traduzca en un mayor gasto y un mayor efecto sobre la economía, hay que reconocer el efecto indirecto que puede tener el precio del cobre, particularmente sobre las expectativas.
- Por otra parte, las noticias por el lado de precios, salarios y expectativas de inflación, cuando se les observa en conjunto, también parecen relevantes, en el sentido de mostrar expectativas de inflación y decisiones de precios que están todavía por debajo de lo que sería consistente con una tendencia deseable de más largo plazo. Indica que ha habido un ajuste en las expectativas de inflación, pero que todavía se ha deshecho solamente una parte de la discrepancia respecto de la meta del Banco Central; que hubo de nuevo una sorpresa negativa, si bien pequeña, por el lado del índice de precios al consumidor; y que, por el lado de los salarios, se sigue viendo variaciones en los costos laborales que todavía no están en línea con lo que históricamente se observaba en el pasado, en el sentido que los salarios típicamente crecían más que la inflación acumulada en seis meses.

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

- Se manifiesta que las reducciones de la tasa de política monetaria acordadas en las dos reuniones de política monetaria anteriores dieron cuenta de eventos inesperados que aconsejaban un cambio agresivo de la política monetaria. Pero desde entonces, no ha habido eventos que justifiquen alterar la actual instancia monetaria, la que deberá mantenerse un tiempo prolongado, de no mediar nuevas sorpresas.
- Se destaca que el comunicado correspondiente debe enfatizar, tal como se hizo en el Informe de Política Monetaria, que la inflación anual negativa que se observará en marzo está dentro de las proyecciones consistentes con la actual tasa de política monetaria.
- Por otro lado, se señala que tal como lo mostraba la División Estudios, no se han presentado novedades que hagan variar las perspectivas inflacionarias, de manera que hay fuertes razones para mantener la tasa. Tampoco se estima que se esté en condiciones de iniciar un proceso de normalización del impulso monetario, lo que sugiere la mantención de la tasa de política monetaria.
- Adicionalmente, se manifiesta que las dos reuniones previas se hicieron cargo de una sorpresiva baja en la inflación y de la preocupación existente relativa a la retroalimentación que esto estaba teniendo en las expectativas de inflación. Ese ciclo de caída en las expectativas se ha detenido, tal como presentan los antecedentes de la División Estudios, y algo se ha comenzado a revertir. Existe también una economía internacional, en el margen, un poco más dinámica de lo que se preveía en el mes de enero. Las cifras de volúmenes importados de bienes de capital probablemente se corrijan al alza por modificaciones en los precios externos, y en el mundo desarrollado se comienza a acercarse un ciclo de alza de tasa. Estos antecedentes parecen descartar la opción de un recorte de tasa, pero tampoco constituyen aspectos para pensar que se debiera iniciar un ciclo de alzas el cual todavía se encuentra algo más lejano.
- Por otro lado, se comparte la conclusión de la presentación de la División Estudios, en relación a que no se han producido sorpresas que motiven un cambio de escenario de inflación y crecimiento en el mediano plazo. Incluso los nuevos antecedentes, en cierta forma, han ido en direcciones opuestas. El cuarto trimestre de 2003 de la economía norteamericana fue algo menor de lo esperado. Lo anterior se observa pese a que las expectativas internacionales se muestran optimistas, la confianza de los hogares en Chile ha llegado a nuevos máximos y el mercado laboral continúa dando señales de un mayor dinamismo.
- Se indica que las colocaciones a las empresas no han aumentado, lo que sin duda repercute en la debilidad mostrada por la inversión. Además, aunque el entorno macroeconómico sigue mostrándose propicio al logro de una significativa recuperación de

la actividad aún no se ven indicadores concretos y robustos. Si bien el IPC de enero estuvo por debajo de lo estimado, las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo dejaron de caer, por lo que la proyección de inflación para el horizonte relevante no ha variado, manteniéndose dentro del rango meta para los próximos 24 meses. Junto a esto, ha cesado también el cuestionamiento sobre la meta inflacionaria centrada en 3%. Por lo tanto, los elementos principales de la decisión de la reunión de enero no se han intensificado, sino que en el margen se han tendido a revertir, limitando sus efectos sobre las proyecciones de inflación.

- Un punto que se cree conveniente destacar en esta ocasión es el mejoramiento previsto de los términos de intercambio, mayor a lo supuesto en el Informe de enero. Sin embargo, este elemento no parece ser una razón suficiente como para cambiar el panorama inflacionario, ya que no se aprecia un cambio de magnitud similar en otras variables del entorno externo. Además, este mejoramiento de los términos de intercambio se debe principalmente al mayor precio del cobre, por lo que es probable que su efecto en la actividad no sea del mismo orden de magnitud, porque el recurso es mayoritariamente de propiedad extranjera mientras que para la parte de propiedad estatal existe la regla fiscal, lo que implica que el ingreso nacional privado disponible no debería variar con la misma intensidad.
- Se concluye que la presentación de la División Estudios y la discusión que siguió llevan a evaluar que el escenario más probable para la inflación sigue siendo el que se presentó en el último Informe de Política Monetaria, esto es, después de las dos bajas de 50 puntos base introducidas en diciembre y enero pasado, y que considera que luego del primer semestre de este año la inflación en doce meses debiera comenzar a repuntar para terminar convergiendo al centro del rango meta a fines del segundo semestre del año 2005. De hecho, se indica que lo más probable es que se retomen variaciones mensuales positivas en torno a dos o tres décimas de 1% a partir de marzo próximo, aunque por efectos de base de comparación y shocks transitorios de costos, las variaciones en doce meses serían negativas en algunos meses del primer y del segundo trimestres de 2004. Por lo anterior, con la información conocida hasta el día de hoy, se señala que el curso más adecuado de la política monetaria es continuar con el nivel actual de la tasa de política monetaria por un período más largo de tiempo, para facilitar la convergencia de la inflación al rango meta.

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.