



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 76
Celebrada el 7 de abril de 2005

En Santiago de Chile, a 7 de abril de 2005, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Operaciones Monetarias, don Jorge Pérez Etchegaray;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El señor Presidente, da cuenta al Consejo que doña María Eugenia Wagner Brizzi, quien concurrirá a esta Sesión de Política Monetaria, en calidad de Ministra Subrogante, en reemplazo del titular que se encuentra fuera del país, le ha informado que se incorporará a ella a las 16,00 horas, ya que ha debido concurrir a una reunión citada por su Excelencia el Presidente de la República.

Asimismo, informa que ha invitado a esta Sesión al señor Jorge Pérez, con el propósito de tener la opinión de la Gerencia de División Política Financiera, en ausencia del Gerente de dicha División.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de octubre de 2005, para el día 11 de ese mes.

II. Exposición.

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

4



En su conjunto, el escenario macro sigue estando en torno a lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* de enero, salvo en lo que se refiere a los precios externos relevantes para la economía chilena. En efecto, las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de lo previsto hace un par de meses son ya sustanciales, y motivan a modificar al alza el panorama de mediano plazo para ambas variables. Los antecedentes más recientes de actividad confirman el escenario central de enero, con un ritmo de expansión de ésta que sigue siendo robusto, y a la vez más moderado respecto de los períodos de aceleración del primer semestre del año pasado. Las variables que han tenido un comportamiento más dinámico, como la formación bruta de capital y el empleo, presentan una atenuación de la inusual fortaleza mostrada en los trimestres recientes. La inflación, en tanto, más allá de la volatilidad destacada en otras ocasiones, sigue mostrando un suave incremento hacia el centro del rango meta.

Señala el señor Gerente, que en el ámbito externo han continuado sorprendiendo los elevados precios de los commodities, lo que ha provocado un panorama de términos de intercambio más favorable que el esperado a principios de año. En el caso del cobre, se sigue observando un fuerte consumo de las principales economías demandantes del metal y no se descarta que el déficit de producción continúe hacia el 2006. Para el caso del petróleo, también se aprecia un escenario de estrechez. En cuanto al crecimiento, a nivel global sigue siendo elevado, pero principalmente en Estados Unidos de América y algo más débil en Europa y Japón. Por el lado financiero, se espera que continúe gradualmente la normalización monetaria en las principales zonas económicas, en Estados Unidos de América existe un mayor riesgo de una normalización menos gradual y ya se aprecia que las condiciones financieras para economías emergentes no presentan mejoras adicionales.

En los mercados financieros internos también se sigue manifestando la atenuación gradual del impulso monetario en las tasas de interés nominales de papeles del Banco Central, en las condiciones crediticias que enfrentan los distintos agentes y en el crecimiento de los agregados monetarios. De todos modos, estas condiciones siguen siendo muy favorables. El peso en términos reales se ha mantenido en niveles relativamente depreciados, mientras que las tasas de interés reajustables de mediano plazo siguen siendo reducidas, fenómeno que no es fácil de explicar con los antecedentes disponibles hasta ahora. Las expectativas privadas indican que el ritmo de normalización de la política monetaria ha estado dentro de lo esperado, más allá de asuntos de oportunidad mensual, y que dicho ritmo continuaría en los próximos trimestres.

Los datos coyunturales y la información actualizada de Cuentas Nacionales muestran que el ritmo de expansión de la actividad interna continuó siendo robusto, aunque a velocidades menores que las de principios de 2004. En todo caso, no se estima que este cambio en el patrón de expansión de los trimestres pasados modifique de manera sustantiva el escenario contemplado para este año en el Informe de Política Monetaria de enero, aunque sí acota el riesgo de que la expansión tome aun mayor fuerza. La demanda interna también muestra tasas de crecimiento sólidas, aunque a un ritmo de expansión menor que a fines del año pasado. En particular, el componente de maquinaria y equipos en marzo dejó de crecer a las fuertes tasas anualizadas—de entre 50% y 100%—que experimentó durante el segundo semestre de 2004. Por su parte, el consumo no ha mostrado una aceleración adicional y la confianza de los hogares se ha resentido algo, probablemente afectada por el reciente incremento del precio interno de los combustibles.

En el mercado laboral ha ocurrido algo similar. Luego del fuerte incremento de la ocupación en el segundo semestre del año pasado, la información de los dos trimestres móviles más recientes muestra una disminución de la velocidad de crecimiento. Por un lado, el empleo en la industria parece estar disminuyendo, y el incremento de la tasa de participación también se ha detenido. Por otro, el empleo en la construcción continúa dinámico, al igual que la ocupación asalariada, mientras las vacantes han dejado de caer. Aunque no es fácil atribuir estas noticias



a factores de demanda u oferta, la dinámica del empleo parece ser más una normalización de la tendencia que una desaceleración incoherente con el cuadro macroeconómico. Adicionalmente, el efecto de la reducción de la jornada de trabajo se ha tendido a manifestar con más intensidad en la estructura de horas trabajadas de los ocupados.

La inflación del IPC ha evolucionado dentro de lo previsto, con movimientos mensuales marcados por la estacionalidad y los vaivenes del precio internacional de los combustibles. Más allá de estos fenómenos, las distintas medidas disponibles muestran que los precios continúan aumentando gradualmente y dentro de lo previsto. En todo caso, la inflación anual del IPC tenderá al centro del rango meta más rápidamente que lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, debido al fuerte incremento del precio del petróleo, fenómeno que, en todo caso, se sigue considerando de carácter transitorio. Los costos laborales han tenido un repunte más intenso. En su conjunto, no se aprecian riesgos significativos de que la inflación se desvíe sustancialmente en el mediano plazo de lo proyectado hace un tiempo.

I.- Escenario Internacional

Durante las últimas semanas se ha mantenido el positivo escenario externo para la economía chilena. La actividad mundial sigue dinámica y, aunque el precio del petróleo se ha sostenido en niveles mayores que los esperados, el precio del cobre ha tenido igual comportamiento. Las condiciones financieras externas continúan favorables, retomando una tendencia de ajuste hacia una situación de mayor normalidad.

Las perspectivas de actividad mundial mejoran marginalmente para el año 2005, y se mantienen prácticamente inalteradas para el año 2006. Ponderadas a la paridad del poder de compras y por socios comerciales, las proyecciones se corrigen al alza en 0,1 punto porcentual el año 2005: 4,3% y 3,7%, respectivamente. Estas correcciones se relacionan con mejores perspectivas para Asia y América Latina. Para el año 2006, las proyecciones se mantienen en 4,2% y 3,6%, respectivamente.

Las perspectivas positivas de crecimiento para los Estados Unidos de América se han respaldado en los indicadores de las últimas semanas, en especial los de producción industrial, sector manufacturero y servicios. La recuperación del empleo, a su vez, seguiría apoyando el consumo. La nota de cautela la sigue poniendo la trayectoria del déficit en cuenta corriente, que alcanzó a 5,7% del PIB el año 2004 y a 6,3% del PIB en el cuarto trimestre.

El panorama de crecimiento de la zona euro no da señales de recuperación. Más aún, al ya debilitado panorama de Alemania e Italia, podría sumarse Francia, que recientemente ha mostrado un debilitamiento en el consumo. En Japón se revisan al alza las proyecciones de crecimiento para el año 2005, reflejo de indicadores de actividad y confianza más positivos. Asimismo, el sector corporativo muestra una mayor fortaleza. El sector externo, sin embargo, registra menor dinamismo.

El precio del petróleo aumentó hasta mediados de marzo, asociado a expectativas de mayor demanda de combustible en el mundo, a lo que se sumaron condiciones climáticas adversas en el hemisferio norte. Reportes positivos de inventarios de crudo hacia fines de mes, y expectativas de un mayor ritmo de aumento de tasas de interés en los Estados Unidos de América, revirtieron esta alza. Así, el precio de barril promedió US\$ 53 en marzo. Para el mediano plazo, los agentes han incorporado en sus estimaciones costos de producción más elevados, lo que hace aumentar significativamente las proyecciones para el año 2005 y el año 2006: US\$ 48 y US\$ 42 el barril, respectivamente.



El precio del cobre se mantuvo relativamente estable durante marzo, promediando US\$ 1,53 la libra. Este precio está apoyado por señales de una fuerte demanda de las principales economías consumidoras, lo que se une a una lenta respuesta de la oferta. No se descarta que el año 2006 el mercado nuevamente tenga un déficit de producción, por lo que el precio se mantendría alto los próximos meses. Ello sugiere revisar de forma considerable las proyecciones para el año 2005 y el año 2006: US\$ 1,42 y US\$ 1,23 por libra, respectivamente.

Las tasas de interés en los mercados financieros desarrollados han continuado aumentando. En los Estados Unidos de América, el bono a diez años cerró marzo con una tasa de interés de 4,6%, apoyado en positivos indicadores de actividad industrial y consumo. Se sumó, esta vez, la incipiente preocupación por mayores presiones inflacionarias. Ello se encuentra en línea con la lectura del último comunicado de la Reserva Federal y registros de inflación más altos, medidos por el Índice de Precios al Productor y el IPC, durante los últimos meses. El rendimiento del bono a diez años en euros se ha mantenido relativamente estable en alrededor de 3,7%, pues persisten las dudas en torno a la recuperación de la economía europea.

Respecto de tasas de interés de política, la Reserva Federal continuaría con un proceso gradual de aumento, aunque la velocidad del ajuste es mayor que la esperada hace unas semanas, ubicando la tasa de interés en 4,0% a fines de 2005 (+50 puntos base respecto de lo esperado antes). En la zona euro, las dudas sobre el desempeño de la actividad y una inflación que se sitúa en torno al objetivo, señalan que el proceso de normalización de tasas no se iniciaría antes del cuarto trimestre de 2005.

En relación con paridades internacionales, si bien el dólar se mantuvo estable durante casi todo marzo, detrás de los movimientos registrados por esta moneda hay varios factores presionando en distinto sentido. Hacia la última semana la divisa se apreció en línea con los ya mencionados indicadores de actividad de los Estados Unidos de América y las expectativas de tasas de interés asociadas a presiones inflacionarias. No obstante, en el mediano plazo se mantienen presiones tendientes hacia una depreciación del dólar ligadas al déficit de cuenta corriente de esta economía.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas aunque, en línea con la esperada normalización de condiciones financieras en los mercados desarrollados, se ha comenzado a observar un incremento en los costos de financiamiento para estas economías. Las tasas de interés de largo plazo en dólares y los premios soberanos aumentaron. Aún así, continúa siendo atractiva la emisión de deuda, reflejada en positivas colocaciones de bonos de economías emergentes.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre el escenario internacional.

El Vicepresidente, señor De Gregorio consulta que se entiende por escenario macroeconómico. Agrega que, en su opinión, se entendería que ello sería la actividad económica, pero no existe una partida en los puntos destacados de que también hay desviaciones respecto a la inflación. Señala el señor Vicepresidente, que está pensando, fundamentalmente, en el precio del petróleo respecto del Informe de Política Monetaria.

Sobre el particular, el Gerente señor García, señala que el punto del efecto inflacionario del petróleo se ha visto compensado en la inflación del IPC por otro tipo de movimientos a la baja en tarifas, incluso si se aprecia la inflación del IPC, del IPCX y del IPCX1, está siendo muy similar a la que se advertía hace tres meses atrás. No obstante, indica que indudablemente el precio del petróleo es un elemento a considerar.

240



El Vicepresidente, señor De Gregorio, consulta la razón por la cual el Banco Mundial está hablando de un crecimiento mundial de 3,3%.

A lo anterior, el señor Presidente hace presente que el Banco Mundial no usa paridad. Agrega, que éstas son las proyecciones que se tienen hoy día, y hay un sesgo importante hacia abajo por los altos precios del petróleo. Señala que todas las proyecciones van a venir hacia abajo con una probabilidad del 99%.

El señor Presidente consulta si existen otros comentarios respecto al escenario externo.

La Consejera señora Ovalle, sobre este punto, hace presente que tiene dos preguntas que formular, la primera de ellas es respecto del efecto que ha tenido el precio internacional del petróleo sobre la inflación externa relevante de Chile. La segunda, es si las modificaciones de los supuestos de precio del cobre y del petróleo han modificado la proyección que se tiene en los términos de intercambio, es decir, lo que se ha dicho antes, que para el 2005 iba a ser menos 5% y menos 2,7% para el 2006.

En respuesta a la consulta de la señora Consejera, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, indica que respecto a los términos de intercambio, este escenario de precios de los commodities revisa, por lo menos al alza este año en alrededor de 4 puntos porcentuales. Agrega que en la reunión pasada teníamos una caída para este año de los términos de intercambio de alrededor de 5 puntos porcentuales, ahora sería de alrededor de 1 punto porcentual.

En cuando al efecto de la inflación externa de Chile, el señor García señala, que el efecto de la inflación esperada hacia delante en cada moneda no ha sido muy significativo. O sea, no es un elemento que se aprecie como muy significativo o que sea distinto a lo que se tenía hace un par de meses atrás.

En segundo lugar, señala el señor García, el dólar también ha mostrado un cierto fortalecimiento, lo cual acota en parte el efecto inflacionario de este mayor precio del petróleo, entonces, diría que no existe, más allá del efecto que tiene esto en los IVUMS de combustibles, no se vea que hayan efectos adicionales de magnitud que se agreguen a eso.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que sobre el comentario del flujo de capitales hay que ser algo más cuidadosos, porque le da la impresión de que ese influjo de capitales hacia países emergentes está muy concentrado en el Asia. En efecto, si miramos la evolución de las monedas latinoamericanas, la sensación que existe es que poco de eso ha llegado a la región y, por lo tanto, la caída que se ha presentado también va a tener poca incidencia. Agrega, que las consecuencias más bien van por el lado de los spreads y los mercados de deuda.

El Consejero señor Marfán señala que cuando se dice que algo aumentó o algo bajó, es respecto de algún período en particular que debe ser especificado. Por ejemplo, agrega, cuando se dice que prácticamente todas las monedas se depreciaron respecto del dólar, se debe señalar de cuál período se está hablando.

4



El Gerente de Análisis Macroeconómico le indica al Consejero, señor Marfán, que la referencia es respecto a la última reunión.

A lo anterior, el Consejero señor Marfán desea agregar un comentario que se hace en el texto de la Minuta que se entregó para esta reunión. Hace presente que allí se indica que el peso se habría apreciado en términos nominales, pero también se dice que el tipo de cambio real se depreció. Entonces, se está refiriendo a momentos del tiempo distintos. Le parece que hay que ponerse de acuerdo bien en los tiempos. Esto es, si el punto de referencia es la reunión anterior, o que se diga explícitamente a qué período se está refiriendo, para que no se preste a confusión.

Agrega que aprovecha de decir de paso, que en su opinión no corresponde que en ese documento escrito que después pasa a ser importante para efectos del Acta, se haga un juicio respecto de que el peso ya estaba depreciado o que se depreció en términos reales desde un nivel que ya estaba depreciado. Señala que tiene la impresión que esos son juicios que hemos evitado pronunciar para un lado o para otro, porque tienen efectos de mercado y que en la minuta no debería aparecer.

El señor García, señala que desea efectuar una aclaración. Efectivamente en el documento a que hace referencia el Consejero señor Marfán, en cuanto a la depreciación del tipo de cambio real es incorrecta y se presta a confusión. Esa depreciación ocurrió el mes pasado respecto a los primeros meses del año. No ocurrió adicionalmente entre marzo y abril. Agrega que justamente, ese es un punto que se presta a confusión y que se va a corregir.

El Presidente señor Corbo consulta cual es el precio del petróleo que tiene World Economic Outlook (WEO), del Fondo Monetario Internacional, para este año, y cómo se compara con el que tenemos nosotros, porque WEO tiene un supuesto precio del petróleo para este año que usan ellos, y cómo está con el que aparecerá en la prensa en los próximos días.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann, en respuesta al comentario del Presidente, señala que, en todo caso, la proyección que se tiene en esta reunión se encuentra dentro del rango. El WEO está más menos en un nivel similar. Le parece que cabe destacar que para efectos de largo plazo hay revisiones también significativas, en alguna reunión, un par de meses atrás, hablamos de un precio del petróleo en torno a 30 dólares, hoy día más bien el grueso de los bancos de inversión, también en este supuesto de trayectoria del precio del petróleo, supone un precio de largo plazo en torno a US\$ 5 por sobre ese nivel, ya que los costos de extracción serían más altos que los que se estimaron en su momento.

II. Mercados Financieros.

Tasas de interés de instrumentos del BCCH.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa su exposición en lo que se refiere a los mercados financieros señalando que las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central de Chile aumentaron significativamente desde la reunión de marzo. Algo más tenue fue el incremento de las tasas de los bonos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central). Las tasas de interés de los bonos en pesos aumentaron hasta 30 puntos base: 4,5%, 5,3% y 6,0% a dos, cinco y diez años, respectivamente. A su vez, las tasas de interés de los bonos reajustables del Banco Central (BCU) aumentaron levemente: 2,2% a cinco años, y 2,7% a diez. Sólo las tasas de interés de los PDBC cayeron, ubicándose

4



muy de cerca de la tasa de política monetaria. Esto puede ser explicado por la normalización de los requerimientos de Reserva Técnica.

Desde la reunión de marzo, la compensación inflacionaria implícita en los documentos nominales muestra un leve aumento, con lo que se ubica en torno a 3% (\pm 25 puntos base, dependiendo del plazo). Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,65% y 2,8% a uno y dos años plazo, respectivamente (+20 y +15 puntos base respecto de la anterior reunión).

A diferencia de lo que ocurría los meses previos, la pendiente de la actual curva *forward* aumentó comparada con la de la reunión de marzo, dando cuenta que los agentes esperan una normalización más rápida de la política monetaria. Así, la estructura de tasas de interés es coherente con un incremento de la tasa rectora de 55 puntos base a junio, con un total de 125 puntos base en los próximos seis meses y de otros 85 puntos base en los seis meses siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para la reunión anterior, la trayectoria de la curva actual entrega un aumento mayor a diciembre de este año (4,2% en marzo, frente a 4,3% actual) y aún superior a diciembre de 2006 (5,3% en marzo, frente al 5,6% actual).

Agregados monetarios.

En marzo, los agregados monetarios tuvieron tasas de crecimiento anual menores a las de los meses previos: 15% el M1A, 21% el M2A y 9% el M7. Con esta variación la desviación de los residuos de la proyección habitual de dinero (de corto y largo plazo) se corrigen de manera importante este mes. Al revisar los componentes de los agregados, se aprecia que se mantiene la estabilidad en el crecimiento anual de los depósitos a plazo (23%) y las variaciones anuales negativas de las letras de crédito hipotecario (-11%) y documentos del Banco Central de Chile (-7%). Sin embargo, los documentos del Banco Central de Chile aumentan casi 7% mensual durante marzo. Las Administradoras de Fondos de Pensiones, en particular, se han comportado distinto del promedio, liquidando documentos del Banco Central de Chile e incrementado sus inversiones de activos en el exterior. En términos de velocidades la del M1A cae hasta -2%, mientras las del M2A y M7 se mantienen en 16% y 5%, respectivamente.

Condiciones de crédito y financiamiento.

La deuda bancaria registró en marzo un crecimiento anual de 15%, variación similar a la del mes anterior. Los créditos a personas presentan tasas de crecimiento anual del orden de 22%, con lo que su velocidad cae respecto de lo observado en febrero (desde 23% a 15). La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo cayó 280 puntos base en marzo, situándose en 24%. Sin embargo, corregida por estacionalidad, muestra un aumento respecto de febrero. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se ubican en niveles similares comparadas con los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4% y 5%, promediaron 3,7% en marzo, mientras las con tasa facial entre 5% y 6% promediaron 4,4%.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de las empresas fue menor a la del mes anterior: 12% en marzo, lo que significa una caída de la velocidad. Este resultado se debe a la menor expansión de las colocaciones comerciales y de comercio exterior: 10% y 14%, respectivamente. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue de 9% en marzo, cifra que refleja el aumento de la tasa de política monetaria de los últimos meses.



La colocación de bonos sigue estancada, como es habitual durante los primeros meses del año. Sin embargo, entre los anuncios para el resto del año, destaca una colocación destinada a obras de infraestructura, por UF 16 millones.

Bolsa

Desde la última reunión, el IPSA ha continuado registrando incrementos, alcanzando niveles por sobre 1.950. Con ello, acumula un aumento desde la reunión de marzo de 1,2% medido en pesos y 1,1% en dólares. Las cotizaciones en la bolsa estuvieron influenciadas por noticias en el ámbito interno, relacionadas a la OPA de Cencosud y al término del período de entrega de los resultados del cuarto trimestre de 2004. El índice bursátil MSCI —agrupa las principales bolsas del mundo— registró una disminución de 3,6%, desde la última reunión a la fecha. En tanto, los índices bursátiles de los Estados Unidos de América estuvieron afectados negativamente por la incertidumbre que generaron las presiones inflacionarias y por el alza que decretó la Reserva Federal sobre la tasa. Con ello el *Nasdaq* disminuyó 3,6%, mientras que el *Dow Jones* lo hizo en 4,0%.

Los volúmenes transados durante marzo aumentaron fuertemente, promediando \$ 50.700 millones diarios, 77% más que en igual período del año pasado.

Tipo de cambio

Desde la última reunión, la paridad peso/dólar se ha caracterizado por una mayor estabilidad respecto de los meses previos, cotizándose entre \$ 585 y \$ 590 por dólar. Esta trayectoria equivale a una variación del tipo de cambio nominal de 0,1%, a la fecha.

Simultáneamente, la mayoría de monedas relevantes para el comercio internacional chileno se depreciaron frente al dólar estadounidense, con lo que la paridad peso/dólar se apreció frente a canastas de monedas: 1,1% y 1,6% para TCM y TCM-5. Si se excluyen las economías dolarizadas, la variación es 1,6%.

El diferencial de tasas de interés interna y externa nominal se mantuvo prácticamente constante.

El TCR de marzo se situó en 101,5%, lo que significa una variación de 2,0% respecto de febrero, cifra similar ligeramente inferior a la variación del tipo de cambio multilateral. Por su parte el TCR-5 aumentó 2,4%. El valor del tipo de cambio real estimado para abril, se ubica en 100,5%.

III. Demanda y Cuentas Externas

Los datos acumulados del primer trimestre indican que la demanda interna reduciría su velocidad de expansión respecto de los trimestres previos, aunque en términos de su tasa de crecimiento anual ésta sería mayor que la de los períodos anteriores.

- 24



Consumo y existencias

En marzo, las expectativas de los consumidores descendieron respecto del mes anterior, ubicándose levemente por debajo de lo considerado neutral (49,4% según el IPEC de Adimark). Todas las categorías del índice tuvieron descensos respecto de febrero, y no se descarta que el incremento en el precio de los combustibles esté teniendo efectos en estos resultados.

Consumo habitual

En los primeros meses de este año, los indicadores parciales de consumo habitual continúan aumentando en términos de su velocidad de expansión, aunque su tasa de crecimiento anual es menor.

Consumo durable

En enero y febrero, el comportamiento de los indicadores parciales de bienes de consumo durables fue disímil. Descontando los efectos estacionales, las ventas de automóviles continuaron aumentando respecto de los meses previos, mientras las ventas de bienes de consumo durable (Cámara Nacional de Comercio) se redujeron levemente. De esta forma, la categoría automóviles mantiene velocidades de expansión elevadas, mientras las ventas de consumo durable (Cámara Nacional de Comercio) redujeron fuertemente su velocidad.

Se continúa observando una importante acumulación de existencias. La relación de existencias acumuladas en el 2004 alcanzó a 1,1% del PIB nominal, con lo que las existencias no cobre, respecto del PIB; son similares al último período de expansión fuerte de la demanda agregada, en 1997.

Lo anterior concuerda con el IMCE que a marzo muestra que todos los sectores continúan mostrando niveles de existencias mayores que los deseados.

Formación bruta de capital fijo

En marzo, las expectativas empresariales de producción medidas por el IMCE disminuyeron respecto del mes anterior (-3,1 puntos), aunque siguen mostrando percepciones optimistas (más de 50). Salvo construcción, que se mantiene inalterado, todos los sectores presentan una reducción en sus expectativas. Destaca el menor optimismo en minería (-13,7 puntos) — aunque todavía muy por sobre los 50 puntos— por peores perspectivas de precios y producción.

Las proyecciones para la Formación Bruta de Capital Fijo del primer trimestre de 2005 se mantuvieron respecto del mes anterior. Lo mismo sucedió con el crecimiento del componente de maquinarias y equipos (41% de la Formación Bruta de Capital Fijo), lo cual es coherente con el comportamiento de las internaciones de bienes de capital (95% de M&E) que incluso registran una menor velocidad de expansión en marzo.

Por otro lado, se sigue esperando que el crecimiento del componente construcción y obras de ingeniería (51% de la Formación Bruta de Capital Fijo) aumente respecto de trimestres anteriores.



La rentabilidad de los negocios recogida de las Fecu del cuarto trimestre de 2004 muestra nuevamente un aumento (de 13,9% a 14,6%). Esto, fue explicado, principalmente, por las empresas relacionadas con los recursos naturales, particularmente las mineras —con una rentabilidad anualizada que superó el 40%— y cuyo aumento más que compensó la menor rentabilidad del sector forestal. Este último destacó por ser el único cuya rentabilidad anualizada disminuyó (14%, comparada con 18,9% el trimestre anterior). Asimismo, el comportamiento de este sector es el que explica la menor rentabilidad del sector exportador, a pesar del importante aumento del sector industrial. Al mismo tiempo, se observa una reducción en la carga financiera de las empresas respecto del mismo trimestre del año anterior.

Política fiscal

En febrero el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,2% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de mayor crecimiento tanto de los ingresos presupuestarios (22,6% anual) como de los gastos presupuestarios (5,1% anual) respecto del mes anterior.

Entre los ingresos destacan: tributarios (13,9% anual) y cobre bruto (485,6% anual), los cuales aportan 23,5 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos sobresalen: personal (6,7% anual) y subsidios y donaciones (6,3% anual), los cuales explican 3,1 puntos porcentuales del crecimiento. La inversión pública, en tanto, aumentó su crecimiento en relación con enero (7,4% anual).

Respecto del avance sobre lo presupuestado, a febrero los ingresos y gastos alcanzaron a 18% y 13,6%, respectivamente, ambos en línea con el promedio histórico.

Sector Externo

Exportaciones

En marzo, las exportaciones alcanzaron a US \$3.511 millones (16,3% anual). Aunque con algunas correcciones sectoriales al alza, para el primer trimestre de 2005 se continúa esperando un menor crecimiento de los quantum y precios que en el trimestre anterior.

Importaciones

En marzo, las importaciones alcanzaron a US\$ 2.569 (26,7% anual). Continúan destacando los altos valores alcanzados por las importaciones de bienes de capital y de consumo. Para el primer trimestre se sigue esperando un menor crecimiento de los volúmenes.

En febrero, la cuenta de capital y financiera registró ingresos netos de US\$ 246 millones, equivalentes a US\$ 77 millones si se excluyen los activos de reserva. Este resultado fue producto de flujos positivos de inversión directa (US\$ 468 millones) y activos de reserva (US\$ 169 millones), parcialmente contrarrestados por egresos netos de otra inversión (US\$ 228 millones), inversión de cartera (US\$ 141 millones) e instrumentos financieros derivados (US\$ 22 millones). Destaca el nivel negativo de la otra inversión —inferior al del mes precedente— que se obtuvo por aumentos de activos, principalmente moneda y depósito, contrarrestados parcialmente por incrementos de pasivos —explicado por los préstamos—. En los flujos sectoriales, destacan los egresos netos de agentes institucionales y bancos (US\$ 188 y US\$ 177 millones, respectivamente) por inversión de cartera y otro capital, y los flujos positivos de

4



empresas y personas (US\$ 477 millones) por inversión directa y de cartera, parcialmente compensados por egresos en créditos comerciales, que son parte de otra inversión.

El señor Presidente, consulta sobre otros comentarios respecto de mercados financieros y demandas y cuentas externas.

El Consejero señor Marfán, señala que le parece interesante, que la curva forward para lo que resta de este año no contempla cambios respecto de la reunión de Política Monetaria anterior. Los cambios de la curva forward son para el año 2006 no para el año 2005, en cambio la encuesta sí tiene un cambio importante para este año. La tasa de política monetaria se ubicaría en un 4% en diciembre.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que no tiene certeza si la curva forward que se analiza tiene más datos que la que se repartió hace dos días. La que se repartió tiene la característica que señala el Consejero señor Marfán, pero menos acentuada que la que se muestra en el gráfico que se presenta. Le parece que habría que chequear exactamente si se trata del mismo número.

En cuanto a demanda agregada el Consejero señor Marfán señala que, salvo que se tenga algo muy fuerte en inventarios, si cae el consumo privado el resto de la demanda es puro inventarios.

El Gerente señor García, confirma lo anterior, indicando que ello es así y de hecho las cifras de inventario para el año pasado aumentan en torno a $\frac{1}{2}$ punto del PIB, la estimación de algunas existencias del año pasado y esa tendencia es muy fuerte hacia fines de año y continúa la estimación para el primer semestre.

A lo anterior, agrega el consejero señor Marfán, que si aumentaron los inventarios del año pasado, entonces en éste tendrían que aumentar mucho para que se corrija hacia arriba la demanda interna.

El señor Rodrigo Valdés señala que el patrón anual de la acumulación de inventarios es muy empinada. Agrega que hacia fines del año pasado existe un aumento mayor de inventarios de lo esperado y entonces se empinó la velocidad en la acumulación de éstos.

El Consejero señor Marfán consulta sobre los datos de consumo durable y su velocidad.

El Gerente señor Pablo García señala que las velocidades son bastante altas. Indica que, por ejemplo, las ventas de autos nuevos están creciendo al 40% anualizados. Y los datos de consumo durable de cuentas nacionales muestran un incremento, al cuarto trimestre del año pasado, de 20% anualizado. Agrega que la única cifra que ha mostrado una caída en el margen ha sido las ventas durables de la Cámara de Comercio, pero que también venían creciendo al 15 – 20% en los últimos meses.

- LP



El Consejero señor Marfán comenta, que para bienes de consumo durables, variaciones de 20% ó 40% resultan normales. Indica que por la naturaleza de ese tipo de bienes se sabe que son sumamente volátiles. En todo caso, no le parece que éstas cifras permitan concluir que se está encaminado a un boom de consumo.

Agrega el señor Rodrigo Valdés que al ver el panorama completo de actividad se desprende que la sensación que estábamos en un boom o crecimiento excesivo ha ido decayendo y piensa que ello se puede ir descartando del escenario base.

IV. Actividad y empleo

Los antecedentes más recientes de actividad confirman el escenario central de enero, con un ritmo de expansión de ésta que sigue siendo robusto, a pesar que se ha moderado respecto de los períodos de aceleración del primer semestre del año pasado. Por sectores, la información de actividad industrial de febrero disipó las dudas de una desaceleración de ésta que se plantearon el mes pasado, al mismo tiempo que se confirmó el dinamismo del sector comercio. La minería, en cambio, tuvo un desempeño menos favorable, pero ligado a elementos que por ahora se evalúan como transitorios.

Luego de la desaceleración detectada en la información de enero, la actividad industrial recuperó su dinamismo en febrero, aunque su tasa de crecimiento anual sigue siendo inferior a los valores de fines de 2004.

Por sectores, la producción de las ramas asociadas al sector exportador creció solo 2,7% anual, aunque fuertemente influida por el desempeño de sectores específicos. Las ramas ligadas al consumo interno crecieron por sobre el agregado de industria (5,3% a/a) y la producción destinada a la inversión creció 1,5% anual. En ambos casos se mantienen los niveles registrados el trimestre previo.

Comercio continuó en febrero con su trayectoria creciente, superando el 8% anual. En minería, el crecimiento anual de la producción de febrero se redujo respecto de meses previos. Este hecho es considerado transitorio, toda vez que se debió a que en una empresa del sector se alargó el período de mantención de sus plantas.

Para el primer trimestre, se estima que la actividad creció entre 5,5% y 6% anual. Este crecimiento sería inferior al incluido en el escenario base del Informe de Política Monetaria, por menores aumentos estimados en industria y comercio. En el caso de la industria, se debió a información efectiva del trimestre, en especial la de enero, y fenómenos puntuales.

Mercado laboral

Según la información del Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en febrero de 2005, el empleo total, descontada estacionalidad, no tuvo cambios respecto del trimestre móvil anterior. El crecimiento anual, en tanto, llegó a 3,2%, equivalente a 180 mil puestos de trabajo.

Por categoría ocupacional, se observó un nuevo aumento del empleo asalariado desestacionalizado. La mayoría de los nuevos puestos asalariados se crearon en el sector de construcción y comercio.

4



Por rama de actividad económica, el empleo ligado al sector construcción continuó expandiendo su tasa de crecimiento en doce meses. La ocupación industrial, por su parte, registró una caída en doce meses (-2,8%) y un descenso importante respecto del trimestre móvil anterior, descontando efectos estacionales. La información proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril corrobora esta dinámica, aunque es menos acentuada.

La tasa de desempleo nacional se situó en 7,6% (0,2 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales disminuyó a 8,5%. Cabe mencionar que este descenso se dio en jóvenes y mujeres, no así en la población primaria, donde se mantuvo relativamente estable en torno a 6,8%. La fuerza de trabajo, por su parte, se mantuvo constante tanto en hombres como en mujeres.

Las vacantes de trabajo para marzo, descontando estacionalidad, mantuvieron niveles altos, con un crecimiento en doce meses de 2,5%.

La información de expectativas del mercado laboral de los empresarios continuó en niveles optimistas durante marzo. Los hogares, luego de un importante pesimismo registrado en febrero, recuperaron niveles de confianza respecto de la evolución del desempleo en los próximos doce meses.

La información del Instituto Nacional de Estadísticas sobre horas trabajadas, muestra que en el trimestre móvil finalizado en febrero la distribución de los trabajadores ya refleja de manera evidente la aplicación de la reducción de jornada. A diferencia de la información de enero, los trabajadores se concentran mayoritariamente en el tramo entre 0 y 45 horas trabajadas mensualmente. Para los trabajadores ocupados, el incremento de la proporción de personas en el tramo 0-45 horas, respecto del trimestre móvil finalizado en febrero de 2004, fue de 25%, cifra que se incrementa a 35% si se considera solo a los trabajadores ocupados asalariados.

El señor Presidente, consulta sobre comentarios respecto de actividad y empleo.

La Consejera señora María Elena Ovalle formula una consulta, en el sentido si era posible establecer preliminarmente el efecto de la reducción de la jornada laboral en la actividad y en la inflación en este primer trimestre del año, porque considerando que la medida de la reducción de la jornada laboral, como lo indica la minuta, acompañada para esta reunión, había tenido un impacto en las horas trabajadas.

El Gerente señor García estima que eso es muy difícil de detectar, pero la variable clave que habría que tratar de observar es qué ocurre con la productividad en el primer trimestre de este año, si la despeja de todos los fenómenos que la afectan y en eso, obviamente es donde está la dificultad. Agrega que lo que sí se observa, en lo concreto, es que el costo del valor unitario han dejado de caer y de hecho está aumentando ligeramente. Pero por el lado de productividad medida, todavía no se observa un cambio de tendencia muy brusco en el primer trimestre, donde sí se observa un incremento de la remuneración nominal debido a que se mantuvo constante a nivel mensual y por lo tanto por hora trabajada ha estado subiendo. El efecto de mayor costo laboral unitario estaría concentrado en mayores remuneraciones por hora y no en un efecto negativo por el lado de la productividad.

hp



Le parece que no habría efecto en actividad sino que quizás en una trayectoria de costo laboral unitario algo más fuerte, pero, es muy temprano todavía para evaluar el impacto hacia delante, porque de todas maneras nuestro escenario de proyección de enero consideraba un incremento de los costos laborales unitarios en el curso de este año y el próximo, hacia niveles en torno a la meta de inflación, entonces, es posible perfectamente que lo que estamos viendo hoy día corresponda a esa tendencia y no al efecto del cambio de jornada.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que le parecería conveniente que el Gerente de División de Estudios o el Gerente de Análisis Macroeconómico, nos ilustrara respecto de cómo visualizan el fenómeno energético, no solamente por el tema del petróleo, sino también por el abastecimiento de gas, ya que, aparentemente existen noticias distintas de las que se habían previsto.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés señala que se está trabajando material para el Informe de Política Monetaria en este tema, y la sensación existente es que el problema es más grave de la percepción que teníamos internamente hace dos meses, por el aumento de los cortes de gas en la red de Santiago de magnitudes que no se vieron el año pasado y que afectan directamente a industrias en Santiago. Por lo tanto existe un elemento de preocupación de que los cortes efectivos han sido más grandes.

Lo segundo es que hacia delante hay alta incertidumbre respecto de si esto persistiría o no, lo que depende de múltiples factores.

El Presidente señor Corbo comenta que de las publicaciones de prensa se deduce que la reacción a la ley eléctrica ha sido muy favorable desde el punto de vista de incentivo a la producción. La pregunta es cuanto se demora en producir sus efectos. Le parece que si son tres años debemos tenerlo en cuenta para el 2006 y 2007. Si se demora menos puede que se resuelva el problema energético en menos tiempo.

El Consejero señor Marfán, interviene sobre el tema de crecimiento del producto potencial y el cierre de brechas. Sobre el particular señala, que llevamos varios meses, un tiempo largo por suerte, con tasas de crecimiento y percepción de crecimiento que está por arriba del producto potencial, entonces el hecho que haya aparecido como punto destacado ese tema en esta oportunidad, le parece que obedecería a que existen novedades. Hay un tema que está muy complicado en torno a la brecha, por que todo apunta en la dirección que el nivel del producto potencial estaría más alto de lo que percibíamos y que, por lo tanto, para las mismas tasas de crecimiento del producto interno bruto efectivo la brecha sería más ancha y no más angosta, aún cuando se sigue reduciendo pero de desde un nivel más ancho, y le da la sensación que estaría creciendo también algo más rápido que lo que percibíamos hace un mes atrás, y que por consiguiente la velocidad de cierre de la brecha que estaríamos percibiendo en esta reunión de política monetaria, señala no tener ninguna opinión a priori para pensar que sea mayor que la velocidad a la cual percibíamos que se estaba reduciendo hace un mes atrás.

40



El Gerente de División Estudios señor Valdés, menciona que no era el propósito indicar algo distinto de lo que se había señalado antes sino que en vez de usar la expresión que las holguras de capacidad se siguen cerrando se habla que éstas crecen más que el PIB potencial. Agrega, que un punto muy importante es que el nivel del PIB con las nuevas cuentas resultó ser mayor. Mecánicamente, a un mismo nivel de PIB potencial se habrían tenido brechas más bajas. Ahora indica, hay que analizar cuánto aumentó este potencial y eso va a ampliar la brecha. Si se suman las dos cosas no se atrevería a decir que el escenario de brechas sea muy distinto al escenario anterior.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, interviene para señalar que hace un par de semanas atrás cuando se recibieron la primera revisión de las cuentas trimestrales, nuestro escenario del informe para recordar en términos gruesos, era un crecimiento del tercer trimestre del año pasado muy fuerte del 8%, del orden de 7% el cuarto y después en torno a 5% para el primero de este año, en velocidad, con la revisión de cuentas lo que se apreció fue que en realidad la desaceleración ocurrió bastante antes, entonces la economía no creció entre 7% y 8% el segundo semestre sino que creció entre 5% y 6%, a eso se agrega el dato de enero de industria que podía dar la señal de que quizás la economía está desacelerándose a una velocidad bastante más fuerte, eso generalmente no ocurre debido a que con nuestras nuevas revisiones de crecimiento para el primer trimestre que la economía está creciendo entre 5% y 6% en velocidad, industria repuntó, si uno quita minería la economía está creciendo en torno a 7% eso lleva a que si uno quiere no respecto a la reunión pasada lo que puede haber sido una primera percepción de los datos nuevos, las brechas se siguen cerrando.

V. Precios

En marzo, el IPC tuvo una variación mensual de 0,6%, cifra que fue de 0,5% para el IPCX y 0,7% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,4%, mientras el del IPCX se situó en 1,8% y el de IPCX1 en 1,7%.

En este mes, las mayores alzas se registraron en Educación y Recreación (2,5%), en Vestuario (1,0%) y en Transportes (0,8%); menores aumentos presentaron los grupos Alimentación (0,4%), Vivienda (0,2%) y Salud (0,2%). Por su parte, no mostraron variación Equipamiento de la Vivienda y Otros.

En enero el Instituto Nacional de Estadísticas aplicó un cambio en la metodología de cálculo del IPC. Éste, consistió en la reponderación del servicio telefónico fijo y celular, disminuyendo la ponderación del primero y aumentando la del segundo. El ajuste se realizó completamente sobre la inflación de marzo, por lo que el IPC resultó del orden de 0,15 puntos porcentuales menor a lo que se habría verificado de no producirse este cambio. La medición del IPCX también se vio afectada por esta modificación, aunque en una magnitud algo mayor.

Considerado lo anterior, la proyección de IPC incluida en el escenario base de la reunión anterior prácticamente no tuvo diferencias respecto de lo estimado, aunque por rubros se dieron resultados disímiles, en especial en vivienda, transporte y educación. El IPCX también resultó algo mayor de lo esperado, producto, principalmente de las diferencias en tarifas. El IPCX1, en tanto, fue algo menos de 0,1 puntos porcentuales inferior de lo estimado, por efecto de menores reajustes en los servicios de educación, factor que se considera permanente.

Respecto de la velocidad de incremento de la inflación, los vaivenes de tarifas y combustibles siguieron afectando al IPC e IPCX. El IPCX1, en tanto, mostró un incremento en su velocidad, que ahora se sitúa por sobre el 2% anualizado.



Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de meses anteriores.

En marzo, se observó un aumento de los ítemes que suben de precio en contraposición a los que bajan. Al mismo tiempo, disminuyó fuertemente los que no cambian de precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 11,4% en marzo (15,2% el mes anterior), considerados los precios con correspondencia en el IPCX1 la variación llegó a 2,2% (2,0% el mes anterior).

Márgenes

La mayoría de las medidas de márgenes tuvieron incrementos de acuerdo con la última información conocida. Por un lado, en marzo la relación IPCX1/IPP tuvo un incremento y, por otro, los datos de márgenes operacionales totales y del comercio obtenidos de las Fecu también aumentaron en el cuarto trimestre de 2004. La medida de márgenes de durables incluidos en el IPC e IPM tuvo un descenso en marzo, coherente con la depreciación del peso.

Costos laborales

En marzo, tanto la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total como la del CMOX, aumentaron significativamente respecto de meses previos (4,0% y 3,4%, respectivamente).

Respecto de los costos laborales unitarios, la tasa de crecimiento anual del CLU total aumentó, aunque sigue en cifras negativa. Descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un incremento similar, aunque en este caso pasa de valores negativos a positivos.

El señor Presidente, consulta sobre comentarios respecto de los precios.

Con respecto a los cambios de medición efectuados por el Instituto Nacional de Estadísticas, el señor Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que se está tratando como un shock tarifario.

El Consejero señor Marfan, señala, que le parece que sería muy complicado que el Banco Central de Chile apareciera en su Minuta y, posteriormente en las cifras que se publican poniendo un IPCX y un IPCX1, diciendo que va a mantener las ponderaciones de antes. Le parece que para efectos de esta reunión hay que tratarlo como una cosa interna y pensar como se maneja públicamente el tema.

Le parece, que si se llega a la conclusión, que desde un punto de vista metodológico, que este cambio es correcto y que está en la frontera de lo que corresponde hacer estadísticamente para poder medir, habría que evaluar como se incorporan en nuestras medidas de IPC, IPCX e IPCX1, ya que no hacerlo significaría que nuestras mediciones tendrían un sesgo a sobrestimar la inflación.

H



El Presidente, señor Corbo, señala que la postura oficial del Banco Central de Chile tiene que ser que las cifras de inflación las produce el Instituto Nacional de Estadísticas, y esas son las cifras. No puede aparecer ningún documento público nuestro en un sentido distinto. Informa también que en la mañana tuvo una conversación con el Director del Instituto Nacional de Estadísticas, quien le señaló que esta situación fue pre-anunciada cuando prepararon el índice y que están dispuestos a tener una reunión de trabajo para explicar lo que hicieron. Insiste en que el Banco Central, como Institución, no puede cuestionar lo que hace el Instituto Nacional de Estadísticas.

El señor Valdés agrega sobre este tema, en primer lugar, que el IPCX que calculamos va a ser igual al del Instituto Nacional de Estadísticas. No existe ninguna discrepancia hasta el IPCX porque en realidad tenemos la misma metodología de ellos y ahí sí se da simplemente un pequeño cambio de ponderación que implícitamente estamos también adoptando. Lo segundo, es qué hacemos con el IPCX1. Señala que sería partidario de pensar bien que queremos hacer y darnos el tiempo necesario para ello. También señala que tiene serias dudas que se haya hecho bien el empalme, aún cuando se acepte que en realidad es bueno hacerlo porque vamos conociendo una nueva canasta en el tiempo. Otro aspecto que quiere destacar es un tema técnico, que consiste en nuestro IPCX1, considera a los celulares desde su elaboración porque no eran regulados, lo que sí sucedió en el tiempo, al menos respecto de cargos de acceso. Lo que implícitamente se hace hoy al no modificar el IPCX1 es que la nueva ponderación que crece de celulares la estamos dejando en el IPCX no en el IPCX1 y le estamos sacando ponderación a los teléfonos básicos que sí están desde siempre en el IPCX. Agrega que, implícitamente al no mover el IPCX1 lo que estamos haciendo es traspasar todo lo nuevo y tratarlo como regulado y todo lo antiguo queda igual.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que comparte la idea. El Instituto Nacional de Estadísticas hizo algo bien y si se equivocó es un tema que hay que discutir cual es la decisión metodológica y contribuir, desde el punto de vista del Banco Central, sin hacer comentarios. Sin embargo, cree que al final del día deberíamos trabajar con los datos del Instituto Nacional de Estadísticas de la manera más sencilla posible.

El Consejero, señor Desormeaux señala que comparte lo expuesto por el señor Presidente, en el sentido que el Banco Central no debe comentar este tema, pero respecto del cambio del Instituto Nacional de Estadísticas entiende que no es solamente un cambio de ponderaciones que podría justificarse y que, probablemente, no se comunicó bien. Agrega, que el economista señor Patricio Rojas explica que la única manera de llegar a entender esas 14 décimas es porque se han modificado no solamente las ponderaciones sino que se ha hecho un ajuste hacia atrás hasta el año 1998, lo que implica reescribir el IPC, y eso es algo bastante grave. Ahora bien, con respecto al manejo que efectuará el Banco Central hace presente que confía plenamente que la Gerencia de División Estudios, especialmente con el IPCX1, va a efectuar la mejor evaluación posible.

Perspectivas de inflación en el corto plazo

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que, respecto de la reunión de marzo, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el supuesto del precio del petróleo *Brent*, con precios para el segundo trimestre que pasan desde un promedio de US\$ 44 la reunión anterior a uno cercano a US\$ 51. Para el tercer trimestre, el supuesto también se corrige al alza: desde US\$ 42 a US\$ 48 en promedio. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel, se espera un incremento de \$ 20 en la tarifa de la locomoción colectiva en abril y en mayo, que se revertiría parcialmente entre el segundo y el



tercer trimestre. Este incremento es significativamente superior al estimado el mes anterior. Respecto de las tarifas eléctricas y telefónicas, se espera que los cambios en los decretos tarifarios que las han afectado impacten negativamente las cifras de inflación en abril y positivamente en mayo.

En línea con la metodología adoptada desde diciembre, como base para las proyecciones del IPCX1 se utiliza un promedio entre las proyecciones precio a precio y los resultados a partir de un vector autoregresivo. Así, en abril el IPCX1 tendría una variación mensual de 0,2% (1,7% a/a). A su vez, el IPCX y el IPC tendrían variaciones mensuales de 0,4% y 0,6%, respectivamente (2,0% y 2,7% anual, en orden correlativo).

El nuevo escenario del precio del petróleo se estima afectará la inflación IPCX1 en cerca de 0,1 punto porcentual al tercer trimestre de este año. Pese a lo anterior, las proyecciones para agosto no varían sustancialmente respecto de las incluidas la reunión anterior producto de la menor inflación IPCX1 de marzo que se estima permanente. A su vez, para mediados de año la inflación anual del IPC se ubicaría en 2,4%, valor superior al del escenario base del Informe de Política Monetaria y al de la de Reunión de Política Monetaria anterior, debido al mayor precio del petróleo y a sus efectos sobre tarifas y combustibles. En cuanto al IPCX, su incremento anual sería de 2,2%, cifra superior en 0,1 punto porcentual que la del Informe de Política Monetaria.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 12,50 horas e informa que la misma se reanuda a las 16,00 horas.

Siendo las 16,00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 76, con la incorporación de la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi y de la señora Bernardita Piedrabuena Keymer, Asesora del Ministerio de Hacienda.

Se deja constancia que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2,75%. En esta decisión se consideró que la inflación y el crecimiento de la actividad tenían un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último Informe de Política Monetaria. Por un lado, si bien las velocidades de expansión instantánea eran algo menores que en meses pasados, el crecimiento era sólido y mayor que el de tendencia, apoyado por un entorno internacional favorable y condiciones monetarias en Chile que continuaban siendo claramente expansivas. Por otro lado, más allá de los vaivenes que originaban los cambios de algunas tarifas reguladas, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente, en línea con las proyecciones. Se comunicó expresamente que la decisión de mantener la tasa de política monetaria en esa oportunidad no modificaba la expectativa de reducción pausada del impulso monetario.



2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que la marcha de la economía continúa siendo similar a la prevista en el Informe de Política Monetaria, incluyendo un ritmo de crecimiento de la actividad mayor que el crecimiento potencial y una inflación de tendencia que gradualmente vuelve al rango meta.
3. En efecto, los últimos antecedentes disponibles confirman que la inflación de tendencia sigue aumentando gradualmente, más allá de los vaivenes que provoca el alza del precio del petróleo sobre la inflación mensual, tanto por su incidencia directa como a través de las tarifas reguladas. A ello se agrega un aumento en la tasa de crecimiento anual de los salarios y la detención de la caída en doce meses de los costos laborales unitarios. Por su parte, más allá de fenómenos puntuales en algunos sectores de recursos naturales y efectos calendario, el crecimiento de la actividad continúa sólido. Al mismo tiempo, la atenuación de las inusitadas tasas de expansión instantánea que exhibían el empleo y las importaciones de bienes de capital en meses pasados, así como la moderación de las expectativas de hogares y empresas, hacen menos probable el escenario de riesgo de crecimiento muy por encima del escenario central. Las mayores diferencias con respecto al escenario base se siguen dando en los precios del cobre y del petróleo, que se han mantenido por encima de lo proyectado, lo que motiva nuevas revisiones al alza de sus trayectorias esperadas.
4. Con estos antecedentes, las opciones a analizar son aumentar la tasa de política monetaria, en una magnitud a evaluar, o mantenerla en su nivel actual.
5. Al mantener su sintonía con el último escenario de proyecciones, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria iniciada en septiembre pasado. Un escenario de crecimiento por encima del escenario central —que se analizó a fines del año pasado y que podía justificar un leve aumento del ritmo de normalización— parece ahora algo menos probable.
6. En el otro extremo, las novedades permiten descartar la idea de reducir el ritmo de normalización. Las distintas medidas de la tendencia inflacionaria han continuado aumentando gradualmente por más de nueve meses, y la inflación subyacente IPCX1 ha seguido un curso similar al previsto en las proyecciones. Considerando que la política monetaria sigue siendo claramente expansiva, es necesario continuar con su normalización para asegurar el control sostenible de la inflación y del crecimiento. A esto se agregan los inesperadamente altos precios a los que ha llegado el petróleo, que mecánicamente tienen una incidencia sobre el nivel de precios, pero cuyos efectos de segunda vuelta sobre la inflación requieren de especial atención. Si bien estos mayores precios constituyen un *shock* de oferta, cuya respuesta de política puede ser distinta a la de un *shock* de demanda cuando existe credibilidad, es difícil argumentar que debe acompañarse de una política más expansiva.
7. Como se ha analizado en otras ocasiones, la oportunidad precisa de los aumentos de la tasa de política monetaria dependen críticamente de la acumulación de antecedentes. En particular, en esta reunión se justifica aumentar la tasa de política monetaria si se considera que el escenario central se continúa validando y este escenario incluye la gradual normalización de la política monetaria. A esto se suma el mayor dinamismo que exhiben los salarios, los efectos que tienen los mejores términos de intercambio que está enfrentando la economía nacional gracias al mayor precio del cobre, y el hecho de que las tasas de interés en UF de mediano y largo plazo continúan en niveles bajos. Una decisión de este tipo, además, evita arriesgar la necesidad de alzas mayores en el futuro.

122 4



8. En principio, se podría argumentar a favor de mantener la tasa de política monetaria si se ponderara más que la velocidad de crecimiento de la economía ha disminuido en los últimos meses desde niveles elevados, que el PIB de tendencia parece estar creciendo más rápidamente gracias a la inversión y la mayor fuerza de trabajo, y que los costos laborales unitarios continúan bien contenidos, incluso considerando que el crecimiento de los salarios es mayor, pues siguen en niveles acotados. No obstante, como se ha discutido en otras oportunidades, el hecho de que las medidas de la tendencia inflacionaria vayan todas simultáneamente en aumento, no valida la hipótesis de que las holguras sean mayores. Adicionalmente, también se podría justificar la mantención en caso de que se deseara indicar que el ritmo pausado puede incluir pausas más prolongadas que un mes.
9. Respecto del monto del ajuste en la tasa de política monetaria, se estima que la opción más adecuada en esta oportunidad es de 25 puntos base. En efecto, es difícil justificar un alza mayor cuando los riesgos de un escenario de dinamismo "excesivo" han disminuido y las expectativas de inflación se mantienen bien contenidas. Asimismo, se estima que analizar un alza mayor a 25 puntos base, tiene más que ver con la posibilidad de señalar la decisión más probable de la próxima reunión, tema en sí mismo importante. La decisión efectiva, sin embargo, dependerá de los antecedentes nuevos que se acumulen hasta esa fecha, incluyendo el análisis que se realizará para el Informe de Política Monetaria.
10. Finalmente, cabe destacar que para esta reunión todas las encuestas indican una expectativa mayoritaria de alza de 25 puntos base, por lo que un alza de esa magnitud no debería tener consecuencias en la estructura de precios financieros.

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

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wager, señala que desde el tercer trimestre de 2004 el Banco Central ha adoptado una estrategia de normalización pausada hacia niveles más neutrales de la tasa de instancia monetaria. Si bien dicha estrategia apunta en la dirección correcta, es necesario y prudente evaluar en cada reunión, de acuerdo a los antecedentes que se dispongan, la velocidad a la cual esta normalización es conveniente que deba realizarse.

Al respecto cabe señalar dos hechos que ciertamente influyen en el patrón de normalización. El primero de ellos se relaciona a la brecha productiva y a la velocidad a la que ésta se estaría cerrando. La mayor tasa de inversión, el mayor crecimiento de la fuerza de trabajo y la mayor productividad total de los factores en 2004 apuntan claramente a un aumento en el crecimiento y nivel del PIB potencial, el que hoy en día se encuentra por sobre al que se estimaba a principios de este año. Más aún, dada la ciclicidad inherente en la metodología de cálculo del PIB potencial y la reciente desaceleración que se observa en las cifras de producto, no es claro que la velocidad de cierre de la brecha productiva esté siendo rápida. Más bien, los antecedentes apuntan a que es más lenta de lo que se esperaba. Luego, el análisis anterior lleva a pensar que las presiones sobre la inflación derivadas de un supuesto rápido cierre de brechas han disminuido en el margen.

El segundo hecho a señalar se refiere a los efectos del alza del precio del petróleo sobre la inflación y sus expectativas. Si bien un aumento en el precio del crudo provoca un alza directa transitoria sobre el nivel de precios, al mismo tiempo tiene un efecto contractivo sobre la demanda agregada que descomprime las presiones inflacionarias del efecto directo. Al respecto, la evidencia muestra que en los últimos 37 meses la inflación subyacente medida por el IPCX1 no ha sobrepasado nunca el centro del rango meta, mientras que la inflación medida sólo lo ha hecho en 5 oportunidades. Lo anterior sugiere que los efectos contractivos de la demanda del choque petrolero no han sido menores y que han



incidido de forma importante en la evolución de la inflación. Asimismo, los efectos sobre las expectativas inflacionarias han sido escasos, cuestión que queda de manifiesto al observar que éstas han estado reiteradamente en línea con la meta de inflación del 3% del Banco.

En suma, si bien la estrategia de normalización pausada de la tasa de instancia monetaria es la adecuada, la velocidad a la que ésta debiera ir implementándose debe analizarse mes a mes en línea con los antecedentes que se vayan recopilando. En particular, en esta ocasión, cree que sería mejor mantener la tasa de instancia monetaria, si bien estima que podemos vivir con un alza de tasa de 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que agradece el análisis del staff y comparte que las opciones presentadas en esta oportunidad son las de mantener o elevar la tasa de política monetaria. Agrega que respecto del diagnóstico, coincide en que la principal noticia respecto de la reunión anterior tiene que ver con los precios internacionales del petróleo y del cobre. Respecto de la economía interna, sin embargo, aunque puede decirse que las holguras se siguen reduciendo, no hay información suficiente para cuantificar ni el nivel de las holguras o brechas, ni la velocidad a la que se están reduciendo. En efecto, la evolución de la inversión, del producto y de la fuerza de trabajo recientes, debiera llevar a una revisión relevante de la estimación del producto potencial o de tendencia, de la magnitud de la brecha y de la velocidad a la que se estaría normalizando. Con todo, considerando elementos anteriores, la inflación, según el IPCX1, sigue aumentando paulatinamente y la proyección es que continúa acercándose poco a poco al centro del rango meta. Sobre la base de estos antecedentes cree conveniente mantener el ritmo pausado de normalización de la política monetaria, por ello su voto es por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de situarla en 3% anual. Hace presente también que la estrategia de normalización pausada de la política monetaria que ha venido desarrollando el Consejo arroja señales que se están interpretando cada vez mejor por el mercado, el que mayoritariamente espera en esta oportunidad, un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que al igual que el Consejero señor Manuel Marfán, agradece también el informe de la Gerencia de División Estudios, que le parece muy completo y claro, en cuanto a sus recomendaciones. Agrega que a su juicio, se presenta una economía en que la mayoría de las variables se mueven de acuerdo a lo que se previó en los meses anteriores y, a lo considerado en el Informe de Política Monetaria. Señala el señor Consejero, que la velocidad de expansión de la economía, que en algún momento pareció muy explosiva, se ha moderado, tal como se previó oportunamente y, por lo tanto, ello no constituye una sorpresa. Agrega, que eso se ve reflejado también en el comportamiento de algunas variables que habían mostrado un gran dinamismo, como las importaciones de bienes de capital, el empleo y las expectativas de los hogares. Asimismo, hace presente que las sorpresas han venido por el lado de los commodities, cuyos efectos de segunda vuelta, como se ha dicho, requieren especial atención. También los salarios comienzan a mostrar un mayor dinamismo, y se ha detenido la caída de los costos laborales unitarios. En su opinión, estos antecedentes, sin duda, justifican mantener la estrategia de normalización gradual de la política monetaria que se ha seguido hasta el momento. En consecuencia, indica que teniendo en consideración entonces, que la economía crece de acuerdo a lo previsto, que los términos de intercambio han reaccionado mejor de lo proyectado, que los salarios exhiben un mayor dinamismo y, que el alza del precio del petróleo puede provocar efectos de segunda vuelta, todo lo cual se ha traducido en una clara tendencia creciente para la inflación subyacente, estima que la decisión más apropiada en esta oportunidad es elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

24



Agrega, que la opción de mantener la tasa, que podría ser apropiado también dentro de nuestra estrategia, no sería probablemente bien entendida por el mercado y podría ser considerado como un cambio de política por parte del Banco Central. Por eso, vota también a favor de la proposición de subir la tasa en 25 puntos base.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala, que de los antecedentes presentados por Estudios, se desprende que continúa consolidándose la positiva trayectoria de crecimiento que exhibe la economía chilena, con una demanda interna en niveles altos y un sector externo favorable, a pesar de la evolución reciente del precio internacional del petróleo. No obstante, en el margen, se ha atenuado el riesgo de una expansión de la actividad mayor a la contemplada en el escenario central del último IPoM.

Por el lado de las condiciones monetarias y crediticias, éstas continúan en niveles expansivos, con una estructura de tasas de interés coherente con el cuadro macroeconómico vigente. En tanto, las noticias provenientes de precios y costos confirman que la inflación de tendencia evoluciona de acuerdo a lo previsto. En particular, las medidas de márgenes y costos laborales muestran, en general, un aumento desde la reunión pasada, confirmando el panorama inflacionario de gradual convergencia al centro del rango meta.

En conjunto estos antecedentes confirman el escenario central para la inflación y el crecimiento considerado en el Ipom de enero, y por lo tanto, siguen validando la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. En este sentido, y como se señala en las opciones, concuerdo con que un ajuste gradual de la TPM es la opción más adecuada. En síntesis, considerando: que las medidas subyacentes continúan aumentando gradualmente ya por varios meses, que las expectativas inflacionarias de los agentes continúan ancladas al rango meta, que el mercado mayoritariamente espera un alza de 25 pb en la reunión de hoy, y que una medida preventiva como esta evita ajustes más pronunciados en el futuro, y contribuye a hacer sostenible la trayectoria de inflación y crecimiento, es que vota por un alza de 25 pb en la TPM.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala, que la evolución de la actividad e inflación ha sido consistente con el escenario central del último Informe de Política Monetaria. La evolución de los distintos indicadores de inflación subyacentes indica que la inflación estaría subiendo gradualmente al centro del rango meta. Agrega, que la novedad más importante, a su juicio, ha sido un aumento del precio del petróleo que se encuentra por encima de lo previsto hace algunos meses atrás. Sin embargo, señala, que su impacto inflacionario es limitado, aunque podría resultar, tal como lo indica el Informe de la Gerencia de División Estudios, en una convergencia más rápida de la inflación hacia el centro del rango meta.

Hace presente también, que desde el punto de vista de actividad, se debiera anticipar un impacto acotado del precio del petróleo, en atención a que su incremento ha sido acompañado por mejores términos de intercambio. Dicho lo anterior, no le parece que la evolución más reciente del precio del petróleo haga variar la necesidad de ir retirando pausadamente el actual estímulo monetario. En todo caso, señala el señor Vicepresidente, que el escenario internacional sigue siendo altamente incierto, lo que sin duda puede repercutir en una dirección que actualmente no podrían anticipar, en el timing de futuras alzas de tasa.

A este respecto le parece importante destacar que, si bien se está en un panorama internacional muy auspicioso en materia de crecimiento, los riesgos han aumentado. En primer lugar, tal como se ha discutido en esta reunión, el precio del petróleo constituye una gran amenaza a la economía mundial en el corto plazo. Pero también, le parece que la resolución de los desequilibrios de cuenta corriente de la economía global, es otra fuente muy importante de riesgo, que podría tener negativas repercusiones sobre el crecimiento mundial y



los precios de los activos. Estima que, a pesar de los riesgos que enfrentamos, no existen antecedentes que nos sugieran cambiar el pausado aumento de las tasas de interés, y por ello opina que en esta ocasión debieran subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de seguir actuando con anticipación al aumento de la inflación esperada dentro del rango meta y, sin sobrereaccionar a las noticias de corto plazo. Por consiguiente su voto es en el sentido indicado.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que se suma a las felicitaciones ya expresadas, por el muy buen trabajo realizado por la Gerencia de División Estudios. Indica que en la economía nacional, las cifras siguen confirmando un escenario de crecimiento y de inflación similar al presentado en el último Informe de Política Monetaria. En particular, la aceleración en el crecimiento que habíamos observado en el último trimestre del 2004 y los riesgos que enfrenta el mantenimiento de altos precios del petróleo y aquellos que enfrenta la economía mundial hacen menos probable una aceleración del crecimiento interno. De hecho, aunque las proyecciones de crecimiento de la economía mundial presentadas por el staff siguen mostrando un escenario central donde el crecimiento para los años 2005 y 2006 se mantiene favorable, aunque con tasas de crecimiento un poco más bajas que las del 2004, dicho escenario enfrenta riesgos que están principalmente sesgados a la baja. Éstos están asociados al mantenimiento de altos precios del petróleo –y bastante más altos de los utilizados en la mayor parte de las proyecciones- y a un mayor riesgo de un aumento de tasas en Estados Unidos de América por encima del que anticipa el mercado y los principales precios de los activos financieros.

De otra parte, las distintas medidas de inflación subyacente continúan acelerándose en el margen. En paralelo, el pronunciado aumento en el precio del petróleo requiere ser muy cauto para evitar efectos de segunda vuelta en precios distintos de los combustibles. Para esto último, es fundamental la credibilidad de los agentes con respecto al compromiso central del Banco Central con la meta de inflación. Por lo anterior, lo más adecuado es continuar el proceso de normalización de la política monetaria efectuando otro aumento de 25 puntos base en dicha tasa. Por todo lo anterior su voto también es por aumentar en 25 puntos base la tasa de política.

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

76-01-050407 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3% anual.

III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3% anual.

La información disponible muestra que el gasto continúa exhibiendo una expansión robusta, en tanto que el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, aunque con una intensidad un poco menor que en trimestres pasados. Este escenario se ve apoyado por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pero cuyos riesgos se han incrementado.

PCP



La información de precios más reciente indica que las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria actual han seguido aumentando gradualmente, en línea con las proyecciones del último *Informe de Política Monetaria*. A ello se agrega cierta volatilidad en la inflación mensual, provocada por los aumentos en el precio internacional del petróleo a través de efectos directos y de precios regulados, situación que probablemente se mantenga en el corto plazo.

La tendencia de la inflación y el estímulo monetario actual hacen recomendable aumentar la tasa de interés de política. Este ajuste reduce el riesgo de movimientos abruptos en el futuro y es coherente con el proceso de normalización de la política monetaria y las buenas perspectivas de la economía nacional.

El Consejo reitera su compromiso de ajustar la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. En el escenario más probable, esto involucra aumentos pausados de la tasa de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

102 70