

# Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## Reunión de Política Monetaria

**Correspondiente a la Sesión de Política Monetaria N° 71, celebrada el 9 de diciembre de 2004.**

Asiste el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Se encuentran presentes los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de 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 Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

### 1. Antecedentes

#### 1.1 Presentación de antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta a los asistentes los principales antecedentes económicos recopilados en el mes.

#### Síntesis del mes

A diferencia de lo observado previamente a las reuniones de octubre y noviembre, en el último mes no hubo sorpresas significativas en el lado de la actividad, mientras la inflación subyacente se ha acercado a la trayectoria prevista en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ello lleva a mantener el escenario macroeconómico

delineado en la reunión pasada. Por un lado, el escenario externo muestra precios del petróleo más cercanos a los esperados para el próximo año en promedio, y la actividad mundial ya da visos de desaceleración especialmente en Europa y Japón. Por otro lado, el precio del cobre se ha mantenido elevado y se continúa esperando un ritmo gradual de alza de tasas en las principales economías. Internamente, la expansividad de las condiciones financieras se ha mantenido, mientras que el gasto interno muestra una leve desaceleración, la actividad económica apunta a un crecimiento del PIB en el año parecido al esperado el mes pasado, y en el mercado laboral se aprecia un cuadro más positivo. Finalmente, la inflación se ha acercado a una senda coherente con las proyecciones del Informe de Política Monetaria de septiembre, y los mercados financieros esperan un ritmo de normalización de la política monetaria similar al considerado en la reunión pasada.

Aunque el escenario externo para la economía chilena continúa siendo muy favorable, ya se comienza a apreciar de manera más nítida que el 2005 presentará un entorno algo menos positivo que el de este año, al menos en términos de crecimiento mundial. El mayor precio del petróleo y la importante depreciación del dólar en los mercados internacionales estarían ya haciendo mella sobre el ritmo de expansión en Europa y Japón, pero sin efectos significativos en la inflación esperada. El precio del cobre se ha mantenido más alto que lo previsto, lo que lleva a elevar el precio esperado para el próximo año en torno a cinco centavos de dólar por libra, con un ritmo de normalización de la política monetaria en las principales economías todavía pausado. A su vez, las condiciones de financiamiento para las economías emergentes siguen siendo favorables.

En los mercados financieros locales la política monetaria continúa siendo expansiva, aunque sin una profundización adicional. Por un lado, las tasas de interés de los documentos del Banco Central han dejado de disminuir, mostrando incluso algunos aumentos, y las tasas de colocación de consumo muestran un alza incipiente, lo que en parte puede vincularse a los incrementos recientes de la tasa de política monetaria. Por otro lado, aunque los distintos agregados monetarios siguen creciendo a tasas importantes, ya no se aprecian desalineamientos significativos adicionales en su comportamiento. La paridad del peso con respecto al dólar ha tenido un cambio significativo en el último mes, pero ello es vinculable con la depreciación del dólar en los mercados internacionales y no con una apreciación real o nominal significativa del peso en términos multilaterales.

Con relación a las cifras de actividad y gasto internas, en este mes no hubo sorpresas significativas como las de octubre y noviembre. El ritmo de crecimiento de la actividad industrial estuvo algo por debajo de lo previsto, pero por factores que se estiman transitorios, lo que se compensó en parte con un ritmo de crecimiento de la producción minera mayor de lo proyectado. En términos de gasto interno, los

distintos indicadores disponibles muestran que el consumo privado estaría mostrando algo menos de dinamismo luego de la elevada expansión observada hasta el tercer trimestre de este año, pero en línea con lo esperado hace un mes atrás y de forma coherente con el efecto estimado del mayor precio de los combustibles sobre el ingreso de los hogares. Algo similar se observa en el volumen de ventas en el mercado inmobiliario, el que luego de incrementarse fuertemente se ha mantenido estable, en niveles altos. La formación bruta de capital fijo y el volumen exportado siguen mostrando tasas de crecimiento importantes, en la tendencia del mes pasado, sin que se observe una aceleración adicional.

Así, las cifras anteriores muestran que la sorpresiva aceleración del gasto y la actividad no continúa, consolidándose de todas formas un escenario bastante más dinámico que el considerado en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Las distintas medidas de expectativas de hogares y empresas muestran una recuperación relevante, mientras que la información del mercado laboral presenta un escenario más coherente con el cuadro macro y las tendencias de ocupación que se veían hasta hace seis meses atrás.

Por el lado de los precios, la tendencia subyacente de la inflación se ha vuelto a acercarse al rango meta, revirtiendo una parte significativa de las sorpresas de meses recientes. Este es además un fenómeno bastante generalizado, que se aprecia en el conjunto de medidas de inflación subyacente disponibles y en un contexto en que el número de precios individuales que caen se reduce. De este modo, no se considera que en los últimos meses la evolución de los precios subyacentes haya sido incoherente con el ritmo gradual de aumento de los precios hasta el rango meta implícito en el panorama inflacionario previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Con todo, se mantiene la evaluación de que este ritmo en el corto plazo podría ser algo más gradual que el considerado en septiembre, debido al comportamiento reciente del dólar y del petróleo, los que inciden en la determinación de los precios internos de los combustibles y de las tarifas reguladas.

### 1.1.1. Escenario internacional

Durante el último mes el favorable panorama internacional para la economía chilena se ha mantenido, con alguna mejora en los términos de intercambio, asociada, principalmente, a aumentos en el precio del cobre. El precio del petróleo se encuentra en niveles similares a los de principios de noviembre, manteniéndose el panorama de mediano plazo. El dólar estadounidense continuó depreciándose de manera marcada, en línea con una renovada preocupación de los mercados por el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de América.

Las proyecciones de crecimiento anual de la actividad mundial para los próximos dos años no muestran revisiones significativas, tanto a paridad del poder de compra

como ponderado por socios comerciales. Los indicadores de coyuntura para las economías desarrolladas divulgados en noviembre refuerzan el relativamente favorable panorama previsto para la economía de Estados Unidos de América, en tanto para Japón y la zona euro arrojan señales de cierta debilidad.

Los indicadores en Estados Unidos de América del cuarto trimestre muestran un fortalecimiento del consumo, a lo que se agrega que el crecimiento de éste en el tercer trimestre fue revisado al alza. Destacan las últimas cifras del mercado laboral, las que si bien decepcionaron, muestran una recuperación en lo que va del año. Asimismo, se tienen positivos indicadores de actividad industrial y de servicios (ISM), lo que sustenta buenas perspectivas hacia el cierre del año y un ritmo de crecimiento en torno a 3,5% hacia el 2005.

En Japón, las cifras de crecimiento para este año y el próximo se revisaron a la baja, incorporando principalmente datos del PIB del tercer trimestre, que revelan una dinámica que se ha debilitado, debido principalmente al sector externo. En la zona euro, en línea con lo anticipado, el PIB del tercer trimestre se desaceleró, relacionado también a un crecimiento más débil del sector externo, en una región donde la demanda interna no muestra recuperación. Los indicadores de confianza del cuarto trimestre se han resentido, principalmente por la apreciación del euro, no obstante las perspectivas de crecimiento se mantienen levemente bajo 2% para el 2004 y 2005.

El precio del petróleo registró un importante descenso en el último mes, vinculado principalmente a la desaparición de algunos elementos transitorios que afectaban la oferta y que incrementaban la prima por riesgo de este mercado. No obstante, persisten factores que podrían elevar el precio en el corto plazo. La curva de contratos futuros está plana, en torno a US\$ 40.

Por otra parte, en el último mes el precio del cobre continuó con la trayectoria al alza de los últimos meses, promediando US\$ 1,42 la libra en noviembre, con valores spot (al contado) que por momentos se han acercado a US\$ 1,5/libra. Este comportamiento se asocia al crecimiento de la demanda mundial que, junto con una lenta respuesta de la oferta, ha llevado a un continuo descenso de los inventarios a niveles mínimos históricos. También ha contribuido a este proceso la depreciación mostrada por el dólar. Diversos conflictos laborales han aumentado la volatilidad del precio, propiciando la especulación. Hacia el futuro, se espera un descenso gradual del precio, a medida que se materialicen proyectos de inversión, en un contexto en que este mercado se mantendría deficitario durante el 2005.

En los mercados financieros desarrollados, se vio en el último mes un aumento en el rendimiento de los bonos de más largo plazo en Estados Unidos de América y una

depreciación del dólar. Los bonos a diez años en ese país aumentaron en torno a 10 puntos base respecto de principios de noviembre, ubicándose en la actualidad algo por debajo de 4,3%. Ello ha estado vinculado a un reforzamiento de las perspectivas de crecimiento de esta economía, así como también a cifras de inflación algo más elevadas. El dólar continuó depreciándose en los mercados financieros internacionales, cayendo en torno a 3% con respecto al euro y al yen.

En relación con los mercados monetarios, la Reserva Federal, en línea con lo esperado, aumentó en 25 puntos base su tasa de política en la última reunión. Asimismo, se afirmaron las expectativas de un alza adicional antes de fin de año. Esto se vincula a la fortaleza que muestran una amplia gama de indicadores de actividad en Estados Unidos de América, junto con señales de un traspaso gradual de los altos precios de los combustibles a inflación. También se ha aplanado la curva de contratos futuros, lo que indica que el proceso de alzas ocurriría antes de lo que se esperaba un mes atrás, no obstante las tasas finalizarían el 2005 en los mismos niveles previstos.

En la zona euro la apreciación de la moneda y los efectos contractivos que ésta pudiese tener sobre una actividad liderada principalmente por demanda externa, junto con la inflación que se mantiene bajo la meta, han retardado hasta bien entrado el 2005 las expectativas del inicio del proceso de normalización de tasas de política.

En las últimas semanas, las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se han mantenido muy favorables. Si bien el alza de las tasas de interés de bonos de más largo plazo en los mercados desarrollados elevó un determinante referencial clave de su costo de financiamiento, los spreads soberanos continúan descendiendo a niveles mínimos históricos, situación apoyada en parte por mejoras en las clasificaciones de riesgo de algunos países. En este contexto continuaron activas las colocaciones de deuda soberana y bonos corporativos, y aumentaron los flujos de fondos dedicados a economías emergentes. Por último, en línea con la depreciación del dólar respecto de otras monedas de economías avanzadas, se observó una tendencia generalizada hacia la apreciación de las monedas locales en aquellas economías emergentes con tipos de cambio flexibles.

### 1.1.2. Mercados financieros

En los mercados financieros locales la política monetaria continúa siendo expansiva, aunque sin una profundización adicional. Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de Chile incluso superan los niveles de noviembre, trayectoria que también se aprecia en las tasas de las operaciones de los bancos con el público. Las expectativas de inflación se ubican por debajo del centro del rango meta. Aunque los agregados monetarios siguen presentando importantes expansiones, las tasas de variación anual del dinero M1A y M2A se han estabilizado respecto del mes anterior.

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

Desde la reunión de noviembre, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han presentado comportamientos mixtos. Por un lado, las tasas de interés de los documentos reajustables (BCU) revirtieron la caída del mes anterior, situándose por sobre los valores de los días previos a la última reunión: 2,6% a cinco años y 3,3% a diez años. Por otro lado, mientras las tasas de interés de los Bonos en Pesos a dos años se mantuvieron en torno a 4,1%, las de los Bonos en Pesos de más largo plazo continuaron con la trayectoria a la baja del mes anterior, aunque en menor magnitud, cayendo entre 10 y 30 puntos base respecto de la reunión de noviembre: 5,0% y 6,0%, a dos, cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDDBC-90 se ubican en valores cercanos a la tasa de política monetaria (2,4%) aunque por debajo de la tasa de captación prime a igual plazo (2,8%).

Las distintas medidas de inflación esperada se han reducido, fenómeno asociado a la evolución del tipo de cambio, el precio del petróleo y la inflación efectiva misma. Comparado con los días previos a la reunión anterior, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales ha caído entre 10 y 40 puntos base, situándose entre 2,3% y 2,6% según el plazo. Las expectativas deducidas de la encuesta a las mesas de dinero a uno y dos años cayeron hasta en 25 puntos base en relación con el cierre de la reunión anterior: 2,55% y 2,75%, respectivamente. Asimismo, la encuesta de expectativas de diciembre muestra una leve reducción en la inflación esperada a un año, pues cae a 2,8% a un año y, se mantiene en 3,0% a dos años.

Con estos antecedentes se puede explicar la menor pendiente de la curva forward. Se anticipa un aumento de la tasa de política monetaria del orden de 110 puntos base en los próximos seis meses y de otros 80 puntos base en los siguientes seis meses. Respecto de lo esperado para septiembre de 2006 en el último Informe de Política Monetaria, la curva forward actual considera un aumento adicional para la tasa de política monetaria del orden de 50 puntos base. La encuesta de expectativas de diciembre, considera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base este mes y de 100 puntos base más a un año plazo.

### Agregados monetarios

Durante noviembre, los agregados monetarios continuaron con importantes tasas de expansión anual, aunque en el caso del M1A esta alcanzó un valor algo inferior al del mes anterior (28,6% que se compara con el 30,5% de octubre), dando cuenta de una estabilización de la tasa de crecimiento de este agregado. En este mes, la proyección de corto plazo de la demanda por M1A presentó una desviación mínima y los errores de la proyección de largo plazo registraron una desviación estadísticamente significativa pero estable. La tasa de crecimiento anual del M2A se mantuvo en torno a 20%, mientras la del M7 aumentó hasta 10%.

## Condiciones de crédito y financiamiento

Durante noviembre la deuda bancaria continuó con el dinamismo de los meses previos, registrando una variación anual de 11,8%, la más alta desde fines del 2001. Por tipo de crédito, las colocaciones tanto de consumo como de vivienda mantuvieron tasas de crecimiento del orden de 20%. Los resultados de la encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de noviembre señalan: por el lado de la oferta, un escenario en que las condiciones de crédito no cambian respecto del trimestre anterior y, por el lado de la demanda, un mayor interés de las personas por sustituir el financiamiento de otras fuentes. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo registró un incremento (80 puntos base) en noviembre respecto del mes anterior. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se mantienen en niveles similares a los de septiembre y octubre: con clasificación AA, duración de 5 a 6 años y tasa facial entre 4%-5%, promediaron 3,8% en noviembre y las con tasa facial entre 5%-6% promediaron 4%.

Los préstamos a empresas continúan consolidándose al registrar un incremento anual del orden de 10% durante noviembre, la mayor cifra desde fines de 2001. El financiamiento distinto del crédito bancario tradicional continuó con importantes variaciones anuales: factoring 200% y leasing 22%. La tasa de interés promedio ponderado de los créditos comerciales fue de 8,0% en noviembre, 80 puntos base superior a la del mes anterior. De acuerdo con la encuesta sobre el crédito bancario del Banco Central de Chile, la oferta de crédito destinada a las empresas continuará expandiéndose, con excepción del segmento de las pymes, donde las condiciones de otorgamiento de crédito no presentaron cambios en relación con la encuesta anterior. También existe una percepción de mayor dinamismo en la demanda de las empresas por créditos, la que es atribuida a aumentos de la inversión y mayores necesidades de capital de trabajo.

Durante noviembre continuó la emisión de bonos corporativos, por un total de UF 10 millones, cifra inferior a la del mes anterior (UF 15 millones), pero que en el año permite acumular emisiones por UF 62 millones, algo más de 50% del total emitido el 2003. Esta vez las emisiones tuvieron principalmente fines mixtos: reestructuración de pasivos e inversión. Para los próximos dos meses, se anuncian emisiones por un total de UF 20,7 millones, destinados principalmente a refinar pasivos.

## Bolsa

Desde la última reunión, el IPSA recuperó gran parte de la caída de octubre. La buena evolución de este indicador ha estado vinculada, principalmente, a las noticias del lado de la actividad. Así, desde los días previos a la reunión de noviembre, el IPSA acumula un aumento de 3,5% en pesos y 6,9% en dólares; y en el año, de 21,4%

y 23,7% en pesos y dólares, respectivamente. Los volúmenes transados durante noviembre alcanzaron un promedio de \$ 50.700 millones diarios, superior a los \$ 40.000 millones del último trimestre y a los \$ 37.300 millones de noviembre de 2003.

Cabe destacar la menor correlación de la bolsa local con la de Estados Unidos de América, lo que indica que la evolución de la bolsa nacional ha estado más bien determinada por noticias del ámbito local. Desde la reunión de noviembre el Dow Jones aumentó solo 0,7% y el Nasdaq 4,4%, acumulando en el año variaciones de 0,9% y 7,4%, respectivamente.

## Tipo de cambio

En los últimos días, el tipo de cambio nominal se cotiza en torno a \$ 580 por dólar, registrando, desde la última reunión, una apreciación de 3,5%. Esta variación se asocia principalmente a la depreciación internacional del dólar (2,4% medido a través del Board Index en igual período). En términos multilaterales la apreciación ha sido menor, pues la caída del dólar se ha compensado por el fortalecimiento de monedas como el euro, yen y real. Así, desde la anterior reunión el TCM y el TCM5 disminuyeron 1,4% y 1,5% respectivamente.

La evolución esperada del tipo de cambio nominal, bajo las expectativas que se recogen de la encuesta del Banco Central de Chile de diciembre, señala una depreciación de la moneda local de 2,7% en doce meses, cifra que llegaría a 6,2% en 24 meses, equivalentes a valores de \$ 600 y \$ 620 por dólar, respectivamente.

El valor del tipo de cambio real estimado para noviembre es algo inferior al de octubre y septiembre (99,6), mientras que el TCR-5 disminuye marginalmente respecto del mes anterior (0,1%). Si bien el tipo de cambio real es similar al registrado en octubre de 2003, en ese momento el tipo de cambio nominal promediaba \$ 646 por dólar, lo que revela la magnitud de los movimientos entre las principales paridades.

### **1.1.3 Demanda agregada y cuentas externas**

Se espera que en el año 2004 la demanda interna crezca más que el PIB, de manera similar a lo esperado hace un mes atrás. En todo caso, las cifras coyunturales y las que se anticipan preliminarmente para el primer trimestre del próximo año están inusualmente contaminadas por la volatilidad de la acumulación de existencias por parte de la gran minería del cobre. Se espera que la formación bruta de capital fijo continúe con dinamismo, aportando de forma importante al crecimiento de la demanda interna.

### Consumo y existencias

En noviembre las expectativas de los consumidores medidas por Adimark aumentaron (49,4; + 4,5 puntos porcentuales), alcanzando el mayor valor de los últimos siete meses. Este aumento del optimismo se reflejó en todos los componentes del índice, destacando la positiva evolución de las expectativas del país a corto y mediano plazo.

En el cuarto trimestre, la mayor parte de los indicadores parciales de consumo privado, en especial los de consumo habitual, muestran un cierto menor dinamismo respecto del trimestre previo, lo que ya estaba considerado hace un mes. Ello es coherente con el impacto estimado del precio de los combustibles en el ingreso real de los hogares. Los componentes del consumo durable, en tanto, tienen evoluciones mixtas. Destaca el comportamiento de las ventas de automóviles nuevos (13.500 unidades en octubre), con ventas acumuladas en el año que superan las unidades vendidas en todo el año 2003.

De acuerdo con el indicador mensual de confianza empresarial, tanto comercio como industria estiman su actual nivel de existencias por sobre lo deseado. Sin embargo, considerando las expectativas optimistas que presentan ambos sectores respecto de la actividad económica de mediano plazo, se espera que el ajuste provenga de un aumento en las ventas y no de una menor producción. La minería, luego de la gran desacumulación del último mes, presenta un nivel de existencias reducido.

### Formación bruta de capital fijo

En noviembre las expectativas medidas por el indicador mensual de confianza empresarial aumentaron. Aun cuando entre sectores el comportamiento fue disímil, todos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El aumento del indicador mensual de confianza empresarial se asoció principalmente con la construcción, que aumenta desde mayo, alcanzando el mes pasado su máximo desde que existe registro, y liderando el índice general por segundo mes consecutivo.

En cuanto a la rentabilidad de los negocios, las cifras recogidas en las Fecu de la Superintendencia de Valores y Seguros muestran un aumento en el tercer trimestre de 2004. En particular, las empresas exportadoras presentaron aumentos importantes, debido principalmente a la mayor rentabilidad del sector industrial, mientras que el comercio volvió a reducir su rentabilidad. La rentabilidad de los sectores ligados a los recursos naturales, en tanto, presentó aumentos significativos.

Respecto de la formación bruta de capital fijo, se espera que continúe con un importante dinamismo en el cuarto trimestre. Esto basado principalmente en el comportamiento del componente maquinaria y equipos (M&E) (41% de la formación

bruta de capital fijo) y, en particular, en las importaciones de bienes de capital (95% de M&E). Respecto del componente de edificación de la inversión (32% de la formación bruta de capital fijo) se mantiene el dinamismo, reflejado en el desempeño de los distintos indicadores asociados a la actividad de la construcción.

### Política fiscal

En septiembre los ingresos presupuestarios aumentaron 18,5% anual, de los cuales 16,6 puntos porcentuales se explicaron por los ingresos tributarios netos (12,6% anual) y del cobre bruto (232,1%). Los gastos presupuestarios, en tanto, crecieron 5,6% anual, en línea con los meses anteriores. El balance global presupuestario acumulado a julio llegó a 2,2% del PIB, mientras el balance total acumulado alcanzó a 1,8% del PIB, en línea con el superávit global de 1,9% esperado para este año.

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

### Sector externo

En noviembre, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.611 y US\$ 2.300 millones, con crecimientos de 53% y 40% anual, respectivamente.

Para el cuarto trimestre se espera que el crecimiento del quantum exportador continúe aumentando, pero a un menor ritmo que el trimestre anterior. Se destaca el buen desempeño de las exportaciones industriales y agropecuarias en lo que va del trimestre. Los precios, en tanto, se espera aumenten para todos los sectores. El año finalizará con un incremento de los volúmenes exportados superior al observado en el 2003.

El volumen de las importaciones para el cuarto trimestre crecería algo por debajo de lo anotado el cuarto anterior, aunque siempre en tasas cercanas al 20%. Respecto de los precios de las importaciones totales, el incremento del cuarto trimestre está influido de modo importante por el precio del petróleo.

La cuenta financiera a septiembre del 2004 registra un egreso neto de US\$ 1.771 millones, y de -US\$1.791 millones si se excluyen los activos de reservas. Ello es producto de egresos netos de inversión de cartera (US\$ 3.044 millones), de otra inversión (US\$ 3.101 millones), y de derivados financieros (US\$ 18 millones), contrarrestados por ingresos netos de inversión directa (US\$ 4.366 millones). Destaca el nivel positivo de la cuenta financiera del tercer trimestre, por una operación de inversión directa en el sector de telefonía. En el valor acumulado al tercer trimestre, cabe señalar el

incremento de los activos netos por inversión de cartera de las Administradoras de Fondos de Pensiones, los prepagos de deuda externa del sector privado y la reinversión de utilidades por parte de las empresas extranjeras, las que han recurrido a esta vía de financiamiento en lugar de traer aportes directos de capital.

#### 1.1.4 Actividad y empleo

##### Actividad económica

En octubre, el crecimiento de la actividad continuó con el dinamismo de los meses previos. Por sectores, en la minería destacó la mayor producción debido a la normalización de saldos de envíos y retornos acumulados en meses previos. En industria, los sectores productores de bienes ligados a la inversión continuaron creciendo. El sector comercio siguió mostrando tasas de variación anual crecientes.

Para el cuarto trimestre se anticipa que el ritmo de crecimiento del PIB se mantendría respecto del trimestre precedente. Por sectores, destaca comercio, minería y construcción. El PIB cerraría el 2004 con un incremento equivalente al proyectado la reunión anterior.

##### Mercado laboral

En el trimestre móvil finalizado en octubre, el mercado laboral continuó con los signos positivos del período previo. El empleo tuvo un incremento en términos desestacionalizados, y a nivel sectorial sobresale la estabilidad del empleo asalariado y el repunte persistente de la ocupación ligada a la construcción. Otras fuentes que corroboran esta visión positiva son los afiliados a las administradoras de fondos de pensiones y el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad. Descontando efectos estacionales, la tasa de desempleo se mantuvo estable respecto del trimestre móvil anterior y la participación de la fuerza de trabajo continuó en aumento. Destaca, también, la mejora en las expectativas de los agentes respecto del mercado laboral en los próximos meses. El crecimiento anual de las vacantes de trabajo, por su parte, cayó luego de más de un año de aumentos sostenidos.

El empleo nacional registró una importante recuperación en el trimestre móvil finalizado en octubre, con un crecimiento anual de 2,7%. Descontando efectos estacionales, se crearon cerca de 35 mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil anterior, producto tanto del mayor impulso fiscal como privado.

Por categorías, el empleo asalariado mantuvo niveles altos y, el de por cuenta propia siguió aumentando, deshaciendo casi completamente la fuerte caída de nivel desestacionalizado de principios del 2004. En términos de variación anual, el empleo asalariado creció 3,4% en contraposición al 0,3% por cuenta propia.

El empleo en la construcción tuvo un importante dinamismo por tercer mes consecutivo. El empleo ligado a industria, registró bajo dinamismo según la información del Instituto Nacional de Estadísticas y la proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril.

El empleo del resto de los sectores económicos presenta una dinámica acorde con las buenas noticias a nivel agregado.

En el trimestre móvil finalizado en noviembre, las vacantes cayeron 2,7% en doce meses, luego de más de un año de variaciones anuales positivas. La observación de la curva de Beveridge, que relaciona la tasa de desempleo con las vacantes como proporción de la fuerza de trabajo, para noviembre volvió al intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva, luego del desalineamiento de septiembre.

La tasa de desempleo nacional llegó a 9,4% en el trimestre móvil terminado en octubre, 0,6 punto porcentual mayor que en igual mes del 2003. Eliminada estacionalidad, se situó en torno a 9,0% por cuarto mes consecutivo. La tasa de desempleo primaria desestacionalizada, estimada como aquella tasa correspondiente a los hombres entre 25 y 54 años, se situó en 6,8%, confirmando el perfil descendente iniciado en agosto.

Las expectativas de las personas y empresas respecto del mercado laboral mejoraron. Según la información de Adimark sobre la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo nacional en los próximos doce meses, en noviembre se confirmó la recuperación por segundo mes consecutivo. Por el lado de las empresas, el indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) de noviembre señala que los empresarios se mantuvieron optimistas respecto del empleo en los próximos tres meses, mejorando respecto del mes previo para los sectores industria y construcción.

#### 1.1.5 Precios y costos

##### Índices de precios

En noviembre el IPC tuvo una variación de 0,3%, cifra que fue de 0,2% para el IPCX e IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,5%, mientras que el del IPCX se situó en 1,4% y el de IPCX1 en 1,0%. Con estos valores, todas las medidas de inflación presentan un alza respecto de la trayectoria de los últimos meses. En noviembre los mayores incrementos de precios se observaron en los grupos Alimentación, Salud, Transportes y Equipamiento de la Vivienda. Mostraron disminuciones moderadas de precios los grupos Otros, Vivienda y Vestuario; Educación y Recreación no presentó variación.

Descontada estacionalidad, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada aumentó para todas las medidas, observándose una aceleración mayor, aunque acotada para el caso del IPCX1. Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 aumentan. En cuanto al promedio móvil trimestral de la variación mensual del IPCX1, todas las medidas aumentan respecto del mes anterior.

En noviembre se observó una disminución de los ítems que bajan de precio, contrastando con un incremento de los que suben de precio y de los que no varían. Para los tres casos se observa una continuación de la trayectoria de los últimos meses. El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 15,4% (14,9% el mes anterior), afectado de modo importante por el precio del cobre. Los precios del IPP con coincidencia en el IPCX1 (IPPX3) acumularon una variación anual de 0,7% (0,8% el mes anterior).

### Márgenes y costos laborales

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles durante noviembre. Por una parte, el margen IPCX1/IPP se mantiene, mientras que, por otra, el margen IPC/IPM para bienes durables aumenta, de la mano de la apreciación del peso.

En octubre la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total disminuyó a 3,1%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (CMOX), aumentó a 2,4%. La tasa de crecimiento anual de las remuneraciones por hora bajó tanto para cifras reales como nominales. Excluyendo a los recursos naturales (IREMX) el índice se mantuvo constante.

En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de variación anual permanece en cifras negativas. El costo laboral unitario medido sin electricidad, gas y agua ni minería (CLUX) continúa descendiendo debido a los incrementos de productividad.

## 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

El Presidente señor Corbo ofrece la palabra para los asistentes a la Reunión de Política Monetaria para que comenten la presentación de antecedentes y noticias económicas realizada por la Gerencia de Estudios.

Frente a las dudas de un participante respecto de los movimientos de la tasa neutral que se puede deducir de la curva forward nominal, se comenta que parece más apropiado pensar las tasas neutrales en términos reales y después a normalizarlas de alguna manera, pues detrás de la estructura de tasas nominales hay primas por

riesgo de las que no se tiene una adecuada comprensión. En particular, con relación a la expectativa de inflación de largo plazo, se estima difícil que sea muy distinta de 3%.

## 2. Opciones

El Presidente del Banco Central de Chile solicita a la Gerencia de División Estudios que presente las distintas opciones de política monetaria.

### 2.1 Presentación de las opciones

En la reunión de política monetaria de noviembre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta 2,25%, lo que se enmarcó dentro de una estrategia de normalización pausada de la política monetaria. El principal argumento detrás de esta decisión fue el aumento del ritmo de crecimiento de la economía, especialmente de la inversión, que se ubicaba por encima de lo previsto en septiembre. La inflación, por su parte, continuaba en niveles reducidos, situación especialmente evidente en las medidas de inflación subyacente, las que además aumentaban menos de lo proyectado. En el comunicado respectivo, el Consejo informó que, a pesar del mayor dinamismo económico, las reducidas presiones inflacionarias permitían mantener la estrategia de reducción pausada del estímulo monetario.

La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que, a diferencia de los últimos dos meses, las cifras de crecimiento no dan señales de una aceleración adicional y son comparables a las de los últimos meses. Además, se observa que la inversión sigue aumentando en la tendencia del mes pasado, los indicadores de consumo son algo menos dinámicos que en el tercer trimestre aunque dentro de lo esperado, el mercado del trabajo ha seguido mostrando cifras más positivas y coherentes con el panorama macroeconómico, y los indicadores de expectativas de consumidores y empresas han mejorado. También, pero a diferencia de los últimos dos meses, las medidas de la tendencia inflacionaria han repuntado desde niveles reducidos, no obstante el ritmo de aumento de los costos sigue siendo acotado y las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo de 3% (lo que es más notorio en el caso de la compensación inflacionaria). Con las últimas cifras, la inflación subyacente IPCX1 se ha acercado a la trayectoria prevista en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En todo caso, la disminución del precio del petróleo y la depreciación del dólar en el mundo hacen prever que la inflación IPC en el corto plazo será reducida.

Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla en 25

puntos base. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de disminuir la tasa de interés.

Un primer aspecto a considerar para evaluar las opciones propuestas es si los antecedentes acumulados son o no suficientes para modificar la estrategia de normalización pausada de la política monetaria considerada desde septiembre. En la reunión pasada se mantuvo esta estrategia a pesar del mayor crecimiento de la actividad, gracias a que la inflación era baja y las presiones de costos se mantenían bien acotadas. Este mes las cifras indican que la situación de crecimiento mayor al proyectado en el Informe de Política Monetaria de septiembre se ha consolidado, lo que implica un cierre de holguras más rápido que lo anticipado en septiembre, y, la inflación subyacente IPCX1 se ha acercado al escenario previsto en el Informe de Política Monetaria, aunque no por completo, junto a costos que se mantienen acotados e incluso disminuyendo, como el precio del petróleo. Este conjunto de antecedentes es coherente con mantener el mismo ritmo pausado de normalización y hace pensar que es difícil justificar un aumento mayor a 25 puntos base en esta reunión. Con todo, se puede descartar que la información acumulada justifique una reducción en el ritmo de normalización.

De esta manera, y si además se toma en cuenta que en la reunión pasada se aumentó la tasa de interés, se estima que tanto la opción de mantener como la de aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión tienen cabida dentro de la estrategia de normalización pausada. En efecto, este ritmo pausado puede involucrar tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros.

Por lo anterior, se estima que las consideraciones estratégicas no parecen suficientes para justificar qué opción es la más adecuada en esta reunión, por lo que en esta oportunidad se le debe dar en una mayor ponderación a los aspectos tácticos. Al respecto cabe mencionar lo siguiente:

Una mayoría del mercado y analistas, aunque no en forma unánime, espera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base en esta reunión. Ello implica que un aumento no debería tener grandes efectos en precios financieros, como las tasas de interés de mediano y largo plazo o el tipo de cambio. La mantención, por el contrario, sí podría tener efectos, depreciando el tipo de cambio y disminuyendo las tasas de interés de mediano y largo plazo. Las magnitudes involucradas no deberían ser sustanciales si se entiende que el proceso de normalización continúa siendo el mismo.

Desde el punto de vista comunicacional, una eventual mantención arriesga confundirse con una reacción a shocks de oferta (menor precio del petróleo y menor tipo de cambio nominal bilateral), elementos que no han sido decisivos en la estrategia de política en lo más reciente.

Si se quiere mantener la estrategia de normalización en los próximos meses, es muy probable que sea necesario aumentar la tasa de política monetaria en enero si no se sube en esta reunión. Ello arriesga cierta confusión, ya que la inflación mensual de diciembre será probablemente negativa debido a la caída del precio de los combustibles.

Finalmente, puede ser recomendable aprovechar oportunidades en que un cambio de tasas es esperado y coherente con la estrategia de normalización. Ello permite validar dicha estrategia sin sobresaltos y acercar la tasa de política monetaria hacia un nivel más neutral, que en todo caso sigue estando sustancialmente por encima de los valores que alcanza la tasa de interés en la actualidad. En esta oportunidad, además, se estaría validando una trayectoria de tasas de mercado que parece ser coherente con la estrategia planteada.

## 2.2 Análisis y comentarios de las opciones

Un participante señala que este es un mes en el cual no ha habido muchas noticias respecto a un mes atrás, consolidándose un panorama mucho más auspicioso que el de septiembre, lo que conlleva un cierre más rápido de las brechas actuales de actividad y empleo. Estima que la implicancia de lo anterior para la política monetaria es que la normalización de la tasa de política monetaria debería ser correspondientemente menos pausada que en septiembre. Por lo tanto, considera que es necesario continuar aumentando la tasa de política monetaria, reforzado por un cierre más rápido de las brechas de actividad y empleo durante el horizonte de proyección, lo que justifica un alza de 25 puntos base.

Otro participante señala que no considera una buena razón para incrementar la tasa el que el mercado estaría mayoritariamente esperando este movimiento. Aunque no han habido noticias significativas entre la última reunión de política monetaria y la actual, el mercado se vio sorprendido por la cifra de inflación de noviembre, aspecto que posiblemente se vio reforzado por un mejoramiento del clima empresarial. Argumenta que no le parece que el Banco Central de Chile deba necesariamente validar las expectativas del mercado cuando están éstas fundadas en hechos bastante circunstanciales. Ello, en particular cuando no está bien definido qué significa un ritmo pausado, ya que el mercado podría deducir que luego de dos incrementos seguidos de 25 puntos base el ritmo de normalización podría ser menos pausado.

Un participante de la reunión indica que los antecedentes analizados muestran que la economía sigue creciendo por encima de su tendencia, por lo que las holguras que existen en la economía ya se están absorbiendo más rápido de lo esperado. Al mismo tiempo los niveles de tasas, tipo de cambio, créditos, agregados monetarios,

se mantienen estimulativos y probablemente continúen empujando el ritmo que ya llevan la actividad y el gasto, incluso pudiendo incrementarlo. Esto es indicativo de una economía en que, si bien la demanda se expande más rápidamente de lo esperado, como cuenta con holguras y la economía responde a la demanda, la política monetaria puede continuar siendo expansiva. Estima que en este escenario la estrategia debería ser gradual. Ahora bien, señala que dentro de la gradualidad más apropiada correspondería plantearse ciertos hitos, por ejemplo lograr, por lo menos, una tasa real de 0% en las condiciones actuales, lo que es perfectamente coherente con una economía que está creciendo este año entre 5,5% y 6%. Ello sería coherente con aumentar la tasa de política monetaria.

Otro participante señala que comparte la visión de que tanto la opción de mantener la tasa de política monetaria, como la de aumentar, tienen sustento en la evolución de la economía. Desde esa perspectiva, aunque el ritmo de aumento de los costos sigue siendo acotado, las medidas de tendencia inflacionaria que se han presentado muestran un repunte, en particular la inflación subyacente. Así le parece que dándole importancia a lo que se está viendo por el lado de las presiones inflacionarias y tomando en cuenta que la política a largo plazo de la tasa debiera ser de un nivel más alto, sería pertinente considerar un aumento en la tasa de interés de política monetaria.

Otro participante indica que sería difícil rechazar la hipótesis de que la inflación subyacente ha estado en lo fundamental dominada por cambios en el nivel de los costos, y no por cambios en la demanda, lo que requiere menor reacción de política monetaria. Adicionalmente, las expectativas inflacionarias y el precio del petróleo han tendido a bajar, lo que reafirma que la trayectoria de normalización debiese ser pausada. Con todo lo anterior, indica que la posibilidad de que el mercado lea un alza continua de dos meses seguidos de la tasa de instancia monetaria como reveladora de nueva información respecto de la necesidad de acelerar el ritmo es bastante plausible. Ello no parece del todo consistente con el análisis presentado ni con la situación de las cuentas fiscales, cuentas externas y nivel de la tasa de desocupación.

Finalmente, un participante señala que el Banco Central ha sido capaz, cuando habían riesgos de que la inflación se quedara muy baja y se estaban desanclando las expectativas, de tomar riesgos y bajar la tasa agresivamente. Ello adicionalmente mostró el compromiso con la credibilidad en la meta de inflación, lo que hoy requiere que el Banco Central de Chile sea cuidadoso respecto a qué ritmo se va retirando el estímulo monetario, de manera tal de tener un escenario más probable de inflación que se ubique en torno a 3%.

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

Algunos Consejeros concuerdan que no hay antecedentes estratégicos que inclinen la balanza por una u otra opción y que las consideraciones a tener en cuenta son más bien tácticas o de segundo orden. Así, por un lado, a favor de subir la tasa está el hecho que la inflación no ha seguido mostrando sorpresas negativas y el mercado más que nunca está esperando un alza de tasas. Por otro lado, a favor de mantener la tasa está la necesidad de comunicar que una normalización pausada no es lo mismo que una normalización continua. En este mismo sentido, un Consejero acota que hay argumentos a favor de introducir otro ajuste de 25 puntos base ahora, o mantener la tasa en esta oportunidad, para continuar con el proceso de normalización en una próxima reunión. Por ello, las opciones se refieren a cuál es la mejor oportunidad para subir la tasa.

Varios Consejeros evalúan en sus intervenciones las implicancias prácticas del ritmo pausado de normalización de la política monetaria. En particular, se plantea como pregunta táctica central la velocidad que debe tomar este proceso de reducción del considerable estímulo monetario presente, por lo que el tema de la velocidad de normalización es un tema relevante de considerar para la decisión de hoy. Por otro lado, se indica que tanto la opción de mantener como la de aumentar la tasa de política monetaria son consistentes con la estrategia de normalización gradual, ya que, este ritmo pausado puede involucrar tanto alzas sucesivas durante algunos meses como mantención en otros. Respecto a qué se entiende por pausado, un Consejero destaca que éste es un componente de la estrategia respecto del cual no se puede, como Consejo, asumir promesas o una fórmula simple y predecible, pues se trata de un aspecto que habrá que ir definiendo en cada reunión de política monetaria. Frente a ello el Consejo debe guardarse todos los grados de libertad para alterar el ritmo de normalización de la política monetaria cuando las circunstancias así lo ameriten.

Algunos Consejeros destacan que la importancia del asunto anterior radica en la manera como el mercado leerá una u otra decisión. Uno señala que aunque el mercado espera un aumento en esta oportunidad, no es menos cierto que la curva forward de la tasa de política monetaria se ha alterado con cada decisión que el Consejo ha tomado desde septiembre como reacción a qué sería pausado. Otro argumenta que si el mercado espera aumentos de 25 puntos base por mes, se terminaría presumiblemente en el 2005 con una tasa por encima de lo que hoy se podría considerar recomendable, lo que repercutiría en un levantamiento más pronunciado de la curva forward, conduciendo a una menor expansividad de las condiciones financieras, más allá de lo que parece aconsejable para las necesidades de cumplir con la meta de inflación.

Un Consejero indica que los antecedentes entregados son básicamente dos: que la aceleración del ritmo de crecimiento a noviembre pasado se ha consolidado, y que

las medidas de tendencia inflacionaria han repuntado. Este cuadro sugiere que se está en presencia de un cierre de holguras más rápido de lo pensado en septiembre, en un contexto en que la actual tasa de política monetaria representa en el mejor de los casos una tasa real de cero. Por tanto, estima que la decisión de subir la tasa de política monetaria en la reunión de hoy tiene claras ventajas. Agrega que el mercado la espera en forma mayoritaria, por lo que la tarea comunicacional que debe enfrentarse en caso de mantener no es menor. Además, si la tasa de política monetaria subiera en 25 puntos base en la reunión de hoy aún se estaría con un nivel de tasas de interés inferior al prevaleciente un año atrás, cuando el contexto macroeconómico era claramente distinto. Por último, señala que existe la preocupación de que se enfrente en el futuro un escenario de renovada aceleración de la actividad, escenario que no puede descartar y plantea que la mantención de la tasa en esta oportunidad lleva al riesgo de que el Banco Central de Chile se vea obligado a quebrar la política de ajuste pausado que se ha tenido hasta ahora, con altos costos para la credibilidad de su política.

### 3. Acuerdo

---

El Consejo acuerda mantener la tasa de política monetaria en 2,25% anual, con los votos de su Presidente Sr. Corbo, de su Vicepresidente Sr. De Gregorio, y de los Consejeros Sra. Ovalle y Sr. Marfán. El Consejero Sr. Desormeaux manifiesta su decisión de aumentar la tasa referida en 25 puntos base.