

Antecedentes

Política Monetaria

NOVIEMBRE 2005

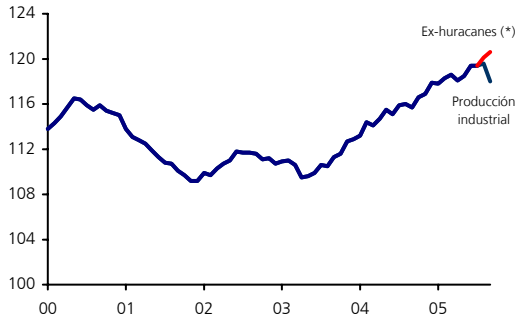


BANCO CENTRAL
DE CHILE

1. Escenario internacional^{1/}

Gráfico 1

Producción industrial de EE.UU.
(índice 1997=100)



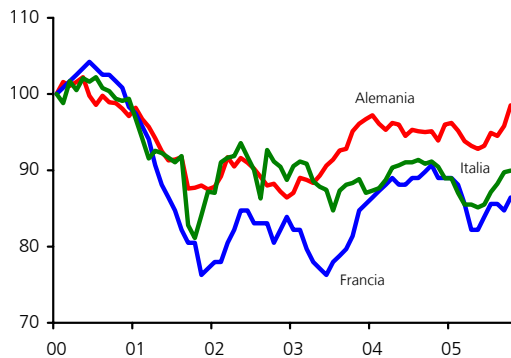
(*) Estimación en base a información de la Reserva Federal de EE.UU.

Fuentes:

Banco Central de Chile.
Reserva Federal de EE.UU.

Gráfico 2

Clima de negocio de la Zona Euro
(índice enero 2000=100)



Fuente: Bloomberg.

El escenario internacional para la economía chilena se mantiene favorable. Las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial continúan elevadas y las condiciones financieras externas siguen siendo ventajosas, aun cuando muestran un leve deterioro en el último mes. Las mayores presiones inflacionarias observadas en países desarrollados, en un contexto de actividad mundial dinámica, han determinado nuevos incrementos en las tasas de interés internacionales. El panorama de términos de intercambio se muestra favorable, principalmente por una trayectoria para el precio del cobre más elevada de lo que se preveía. Los riesgos, no obstante, se habrían acrecentado en el último mes, situación asociada principalmente a mayores presiones inflacionarias en economías desarrolladas, las que podrían llevar a incrementos más acelerados en las tasas de interés internacionales, con el consiguiente deterioro de las condiciones financieras y actividad mundial. Asimismo, no pueden descartarse ajustes en el crecimiento global, producto del impacto negativo del elevado precio del petróleo y efectos aún desconocidos que pueda provocar la gripe aviar.

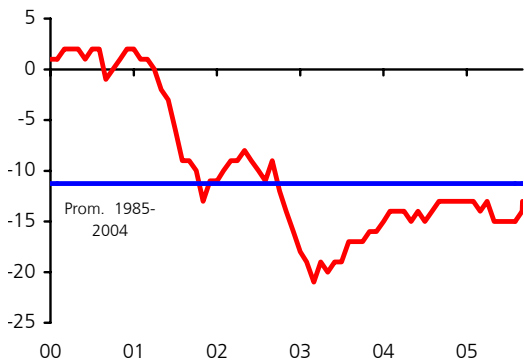
Crecimiento mundial

Las perspectivas de crecimiento para la economía de EE.UU. se han corregido levemente al alza para el presente año, principalmente por la incorporación de datos efectivos de actividad para el tercer trimestre un poco mayores a lo esperado. Así, cifras preliminares del crecimiento de la economía en el tercer trimestre indican una expansión de 3,8% respecto del período inmediatamente anterior, dos décimas por sobre lo esperado. Destaca especialmente el incremento exhibido por el consumo de bienes durables. Adicionalmente, los indicadores de actividad económica y la evolución del mercado laboral, corrigiendo por el efecto de los huracanes, reflejan el dinamismo que mantiene esta economía (gráfico 1). No obstante, los indicadores de confianza de consumidores muestran algún deterioro, influidos por el alto precio que han alcanzado los combustibles.

^{1/} El cierre estadístico de los capítulos de este Informe fue el 8 de noviembre de 2005.

Gráfico 3

Confianza del consumidor de la Zona Euro
(balance porcentual)



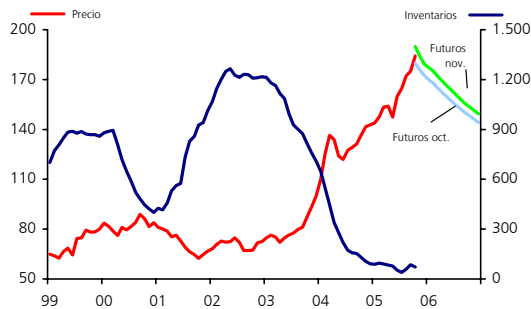
Fuente: Bloomberg.

En la Zona Euro, los indicadores apoyan un panorama algo más positivo. La confianza empresarial muestra un repunte durante septiembre, mientras la actividad industrial aparece más dinámica de lo que se preveía. Sin embargo, los indicadores de confianza de los consumidores aún no muestran signos de recuperación, dando cuenta de una demanda interna que se mantiene débil (gráficos 2 y 3).

En Japón, los indicadores de actividad industrial, órdenes de maquinarias y sector externo continúan mostrando un panorama positivo, fortaleciendo las perspectivas para la inversión. Las ventas minoristas, por su parte, evolucionan de acuerdo con lo esperado, reflejando un crecimiento de la demanda interna que se ha ido consolidando.

Gráfico 4

Mercado del cobre
(centavos de dólares por libra, inventarios en miles de toneladas métricas)



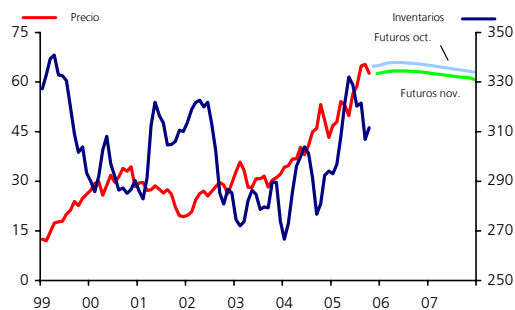
Fuente: Bloomberg.

El dinamismo de la economía china continúa, lo que se ha visto reflejado en indicadores de demanda interna que se mantienen positivos. En línea con ello, la divulgación de la cifra de crecimiento en doce meses del tercer trimestre (9,4%) por sobre lo esperado ha determinado revisiones al alza en la proyección de crecimiento para este año.

Respecto de América Latina, las perspectivas de crecimiento se mantienen favorables, apoyadas por la evolución de precios de las materias primas y el dinamismo de la economía mundial. En México, sin embargo, los efectos del huracán Wilma generaron pérdidas importantes en la infraestructura turística, lo que se reflejaría en un crecimiento menor del esperado en lo que queda del año.

Gráfico 5

Mercado del petróleo
(dólares por barril, inventarios en millones de barriles)



Fuente: Bloomberg.

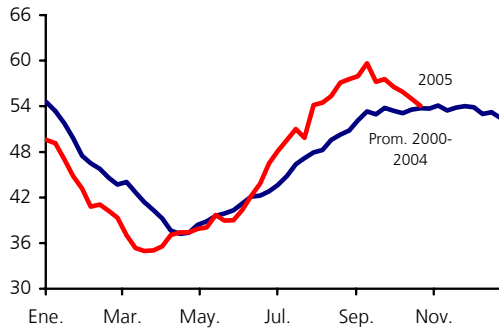
En el balance global, la expansión mundial se mantendría en niveles similares a lo previsto hace un mes y marginalmente por encima de lo contemplado en el último IPoM.

Precio de productos básicos

El precio del cobre se ha situado en torno a US\$1,85/libra, habiendo registrado un nuevo máximo histórico nominal durante octubre. Los niveles de precios alcanzados son apoyados por el dinamismo de la demanda mundial, a lo que se ha sumado cortes transitorios de producción en algunos yacimientos mineros. Se mantienen las perspectivas de un descenso gradual del

Gráfico 6

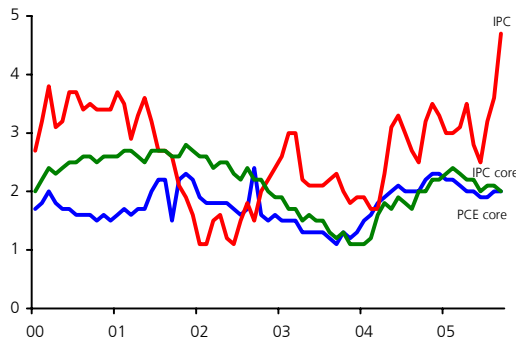
Combustibles de calefacción
(inventarios en millones de barriles)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7

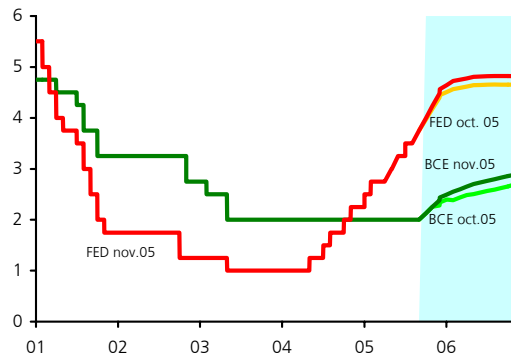
Inflación de EE.UU.
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8

Tasa de política y futuros *libo* a 3 meses
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

precio del cobre, pero más desplazadas hacia adelante (gráfico 4).

El precio del petróleo ha descendido a niveles en torno a US\$60 el barril en los últimos días, desde el máximo nominal de US\$69,8 el barril registrado a fines de agosto último. Ello se fundamenta en que las proyecciones de demanda mundial por crudo se han revisado a la baja; la producción se ha incrementado, particularmente en países de la OPEP; y ha continuado la normalización gradual de la producción de petróleo del Golfo de México. Ha adquirido importancia, sin embargo, el análisis del mercado de combustibles de calefacción, dadas las perspectivas de un invierno más frío de lo habitual en el hemisferio norte y la trayectoria decreciente que muestran los inventarios de este derivado (gráficos 5 y 6).

Inflación Internacional

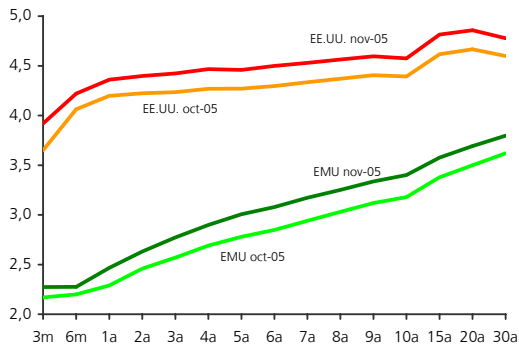
Debido principalmente a los mayores precios de combustibles, en un contexto de actividad económica que se mantiene dinámica, los niveles de inflación en países desarrollados han mostrado incrementos significativos. En el caso de Estados Unidos la inflación efectiva de septiembre alcanzó a 4,7% anual, mientras que en la Zona Euro los precios muestran una variación de 2,6% anual. Las medidas subyacentes, no obstante, se han mantenido contenidas, ubicándose bajo 2% anual en ambas economías, mostrando un escaso traspaso de los precios de los combustibles al resto de los bienes (gráfico 7).

Mercados financieros internacionales

Los mayores registros de inflación en economías desarrolladas y preocupaciones respecto de su evolución futura, se han reflejado en expectativas de un ritmo de aumentos más acelerado en las tasas de interés de política, las que alcanzarían además niveles más altos que lo previsto. En el caso de la tasa Fed Funds de EE.UU., se espera que alcance a 4,75% en mayo de 2006 y no se descarta un incremento adicional de 25 puntos base hacia el segundo semestre. En la Zona Euro, por su parte, se contempla un incremento de 25 puntos base de la tasa de política al cierre de este año y un

Gráfico 9

Curva de rendimiento
(porcentaje)



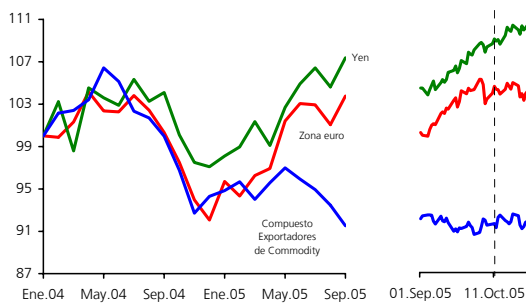
Fuente: Bloomberg.

aumento similar hacia el primer semestre de 2006 (gráfico 8).

En línea con lo anterior, las tasas de interés de largo plazo registran aumentos cercanos a 30 puntos base durante el último mes. De esta forma, el retorno de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años plazo se ha ubicado en torno a 4,6%, mientras que el bono en euros para el mismo plazo se sitúa en 3,5% (gráfico 9). Ante el riesgo de un incremento en las presiones inflacionarias, no pueden descartarse ajustes más acelerados en la política monetaria de las economías desarrolladas, que conduzcan a mayores niveles de tasas de interés internacionales.

Gráfico 10

Evolución del dólar
(índice enero 2004=100)



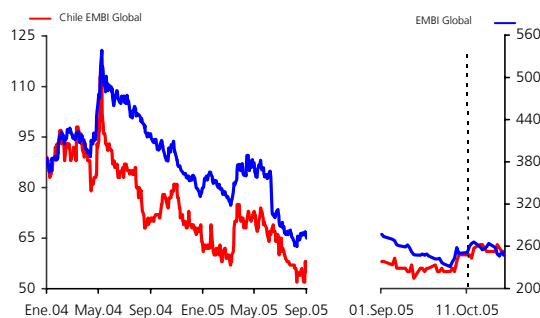
Fuente: Bloomberg.

Cabe mencionar que el anuncio de que Bernanke sería el sucesor de Greenspan como Gobernador de la Fed, no produjo efectos importantes en los mercados financieros internacionales.

El precio del dólar se ha mantenido relativamente estable respecto del euro. Esto es coherente con el hecho de que los movimientos de las tasas de interés y los cambios en las expectativas respecto de la política monetaria en estas economías han sido relativamente homogéneos (gráfico 10).

Gráfico 11

Spreads soberanos de economías emergentes
(puntos bases)



Fuente: Bloomberg.

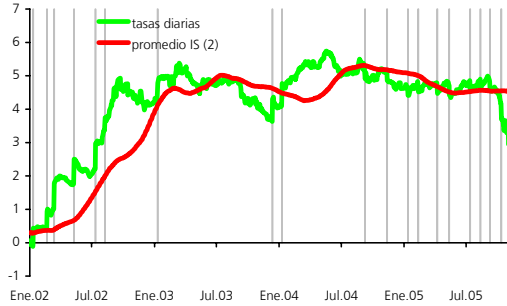
En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se han mantenido favorables, no obstante en el margen muestran algún deterioro. Esto por los aumentos de tasas de interés de economías desarrolladas, a lo que se suman leves incrementos en los *spreads* soberanos. El EMBI Global de Chile, en tanto, ha mostrado movimientos al alza, principalmente por consideraciones técnicas asociadas a la incorporación del bono a 30 años plazo de Codelco, recientemente emitido (gráfico 11).

Las paridades de economías emergentes han tendido a debilitarse durante el mes, particularmente en América Latina, ante perspectivas de aumentos de tasas de interés más aceleradas en países desarrollados. En Brasil y México, por su parte, el Banco Central ha continuado un proceso de relajamiento de la política monetaria ante la evidencia de menores presiones inflacionarias en dichas economías.

2. Mercados Financieros

Gráfico 12

Impulso monetario (1) (2)
(puntos porcentuales de crecimiento)



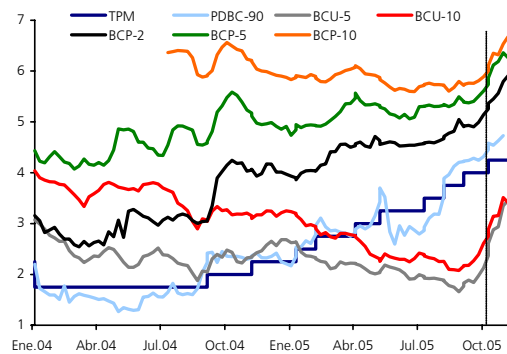
(1) Impulso Monetario = $-0,24 \cdot (\text{TPM nominal} - \text{esp} - \text{TPM real neutral}) - 0,22 \cdot (\text{BCU5} - \text{BCU5 neutral})$.
En el estado estacionario este impulso debe ser cero.
(2) Se supone que el impulso afecta el crecimiento con dos trimestres de retraso.

Fuente: Banco Central de Chile

Desde la reunión de octubre las tasas de interés de los documentos del BCCh —especialmente en el caso de las reajustables— han tenido incrementos significativos y la expansión monetaria se mantiene moderada. Con ello, la expansividad de las condiciones monetarias se estaría reduciendo a un ritmo más marcado que en los últimos meses (gráfico 12). Solo en el financiamiento de hogares y empresas (bancario y no bancario) se mantiene un sólido crecimiento. Dependiendo de la medida, el peso se ha depreciado entre 0,8 y 2,0% desde la última reunión.

Gráfico 13

Tasas de interés de instrumentos del BCCh
(porcentaje)



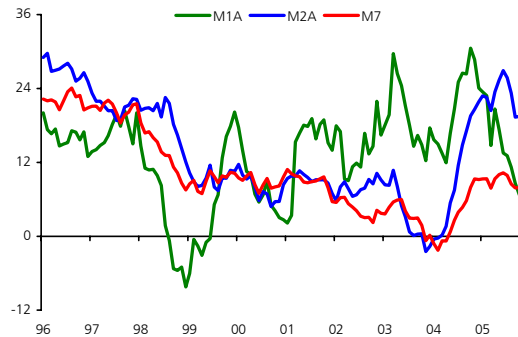
Fuente: Banco Central de Chile.

Tasas de Interés instrumentos BCCh

Desde la reunión de octubre la totalidad de las tasas de interés de los documentos del Banco Central mostraron incrementos. Las tasas de los BCU-5 y BCU-10 se elevaron en 120 y 80 puntos base a valores en torno a 3,5% en ambos casos, mientras las tasas de los documentos nominales, BCP, han aumentado aproximadamente 70 puntos base, situándose en 5,9%, 6,3 y 6,7% a dos, cinco y diez años, respectivamente. Este comportamiento puede ser parcialmente atribuido a una normalización más rápida de la política monetaria en Chile y el mundo y a un aumento de las tasas de largo plazo en los países desarrollados. También existirían fenómenos de corto plazo vinculados a recomposiciones de portafolios y cambios de duración que estén afectando transitoriamente las tasas reajustables. La tasa de interés de los PDBC-90, mantiene la brecha del orden de 50 puntos base por sobre la tasa de referencia (gráfico 13).

Gráfico 14

Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



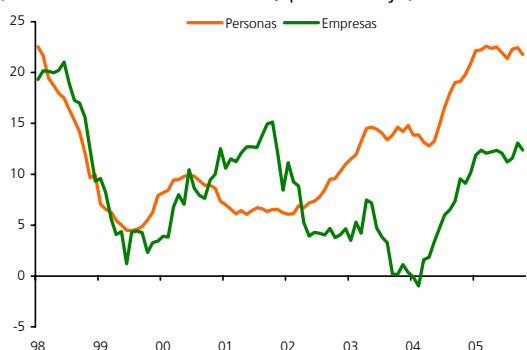
Fuente: Banco Central de Chile.

Agregados monetarios

En octubre, la tasa de crecimiento anual del M1A mantiene la trayectoria descendente, ubicándose en 6,7%. De esta manera, la proyección mensual de la demanda por dinero se encuentra en torno a los valores efectivos, y los errores de largo plazo mantienen el sesgo positivo. Las tasas de variación del M2A y del M7, en tanto, se mantienen estables, ubicándose en 19,5 y 7,9%, respectivamente (gráfico 14).

Gráfico 15

Colocaciones bancarias (*)
(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Datos de octubre son provisorios.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla 1

Tasas de interés de colocación en pesos
(porcentaje)

	TPM	Consumo		Tasas Letras CH		Comerciales	
		TPP (1)	Tarjetas de crédito (2)	Tasa 4-5% y Dur. 5-6	Tasa 5-6% y Dur. 5-6	Prime (3)	TPP (1)
2002 Prom.	4,05	28,1	33,9	5,11	5,09	4,2	7,7
2003 Prom.	2,75	27,1	32,7	5,02	4,86	3,0	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,04	4,26	1,6	7,4
2005 Prom.	3,03	25,4	33,9	3,50	4,17	3,1	8,7
2004 Oct.	2,00	23,4	33,9	3,86	4,10	1,7	7,2
Nov.	2,16	24,0	33,5	3,78	4,05	2,3	8,0
Dic.	2,25	23,8	31,8	4,03	4,35	2,2	7,8
2005 Ene.	2,42	25,4	32,5	3,85	4,30	2,3	8,2
Feb.	2,65	26,8	32,4	3,71	4,51	2,7	8,8
Mar.	2,75	24,0	32,9	3,67	4,37	2,5	9,1
Abr.	2,94	25,7	33,6	3,60	4,47	2,9	9,1
May.	3,14	26,6	34,2	3,64	4,23	3,0	10,0
Jun.	3,25	27,1	35,0	3,19	4,19	3,1	9,5
Jul.	3,40	26,6	35,2	3,22	3,84	3,5	10,2
Ago.	3,66	26,6	35,5	3,35	3,80	3,6	10,0
Sep.	3,94	26,4	35,5	3,28	3,81	3,8	9,9
Oct.	4,19	25,1	35,5	3,85	4,15	3,6	10,3

(1) Tasa promedio ponderada.

(2) Serie publicada por la SBIF, correspondiente a operaciones de hasta UF200 en pesos a más de 90 días.

(3) Promedio mensual de las tasas mínimas informadas por los bancos diariamente.

(4) Tasa de letras de crédito hipotecarias con tasa de emisión entre 4 y 5% y duración entre 5 a 6 años.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Con ello, las velocidades de expansión se mantienen en los niveles de los meses precedentes (entre 0 y 8%).

Por componentes, destaca el crecimiento anual y mensual de los depósitos a plazo 24 y 3,6%, respectivamente, mientras que las tenencias de instrumentos de renta fija siguen cayendo fuertemente —documentos del Banco Central -7% anual y letras de crédito -17%^{2/}—. Este comportamiento se da a nivel de todos los privados y puede estar explicado, en parte, por el mayor retorno que registran las inversiones de corto plazo (depósitos a plazo), puesto que algunas instituciones financieras estarían ofreciendo altas tasas de captación para cubrir requerimientos puntuales de financiamiento.

Condiciones de crédito y financiamiento

Con datos preliminares a octubre, la tasa de incremento de las colocaciones bancarias se mantiene estable con respecto a los meses anteriores, ubicándose en torno a 14% (gráfico 15). Por tipo, los créditos de consumo mantienen una tasa de variación de alrededor de 25%, en tanto su velocidad de expansión se elevó a 18%, magnitud algo menor a la de los meses previos a septiembre. Por tamaño del crédito, se tiene que el número de créditos por montos de hasta UF200 ha aumentado en 68 mil entre diciembre y agosto y para los créditos entre UF200 y 3.000 este número es de 50 mil. Los créditos para la vivienda mantienen un crecimiento y una velocidad de expansión en torno a 20%. La tasa de interés de los créditos de consumo muestra una caída de 130 puntos base con respecto a septiembre (tabla 1).

Por su parte, las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario, al igual que las de otros documentos reajustables de renta fija, registraron incrementos en octubre, especialmente en aquellas con menor tasa de emisión, las que volvieron a los niveles de fines del 2004. No obstante, los *spreads* de las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en

^{2/} El stock de documentos del Banco Central muestra una caída nominal de 19% en términos anuales y el de las letras de crédito de 11%.

UF por sobre el BCU-5 se redujeron respecto de los niveles de septiembre^{3/}.

La tasa de crecimiento anual de las colocaciones a empresas, también con datos preliminares a octubre, llega a 12,4%, tasa algo menor a la de los meses anteriores. No obstante, los créditos comerciales —que representan cerca del 80% de estas colocaciones— continúan mostrando mayores tasas de crecimiento anual, alcanzando a 13% en octubre, con lo que su velocidad de expansión se mantiene sobre 10%. La tasa de interés promedio este tipo de créditos comerciales se mantuvo en los niveles de los meses previos. Por su parte, las colocaciones de comercio exterior registran por cuarto mes consecutivo variaciones anuales negativas (medidas en pesos), mientras las de *leasing* continúan con tasas sobre 25% anual y las de *factoring*^{4/} en torno a 100% anual.

El financiamiento de empresas distinto al bancario sigue siendo importante. Así, la emisión de bonos corporativos llegó a UF6,7 millones en octubre, los que se encuentran destinados a inversiones y a reestructuración de pasivos (gráfico 16). Con estas cifras se acumulan UF62 millones en el año, 25% más que lo acumulado en igual período del 2004. De acuerdo a los anuncios en la prensa, antes de fin de año se emitirían otros UF27 millones más, finalizando el 2005 con un monto algo mayor al del año anterior.

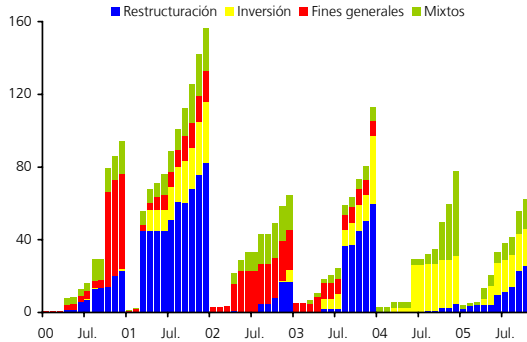
Bolsa

Continuando con las otras fuentes de financiamiento de empresas, en octubre destaca la colocación por UF4,7 millones en acciones de primera emisión por parte de un grupo económico ligado principalmente al sector construcción. Para los próximos meses existen anuncios de colocación por UF14,5 millones, de los cuales el 80% corresponden a primera emisión en bolsa.

Desde el cierre de la reunión de octubre el IPSA disminuyó 7,0% en pesos y 8,7% en dólares,

Gráfico 16

Emisión de bonos corporativos por objetivo (*) (acumulada en el año, millones de UF)

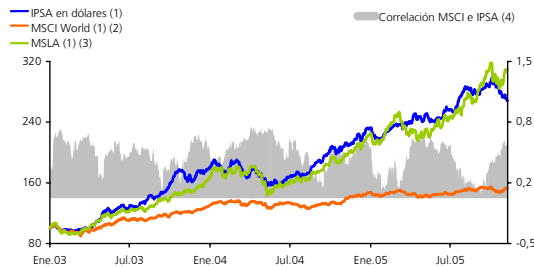


(*) Datos de octubre son provisorios.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico 17

Indicadores bursátiles



(1) Índice 02/01/2003 = 100.
(2) Índice accionario mundial, Morgan Stanley Capital International.
(3) Índice accionario de América Latina, Morgan Stanley Capital International.
(4) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bloomberg.

^{3/} En particular, el *spread* de las tasas de las letras con duración de 5 a 6 años y tasa de carátula de 4 a 5% pasó desde 140 a 120 puntos base, mientras el *spread* de las letras con tasa de carátula de 5 a 6% lo hizo desde 190 a 150.

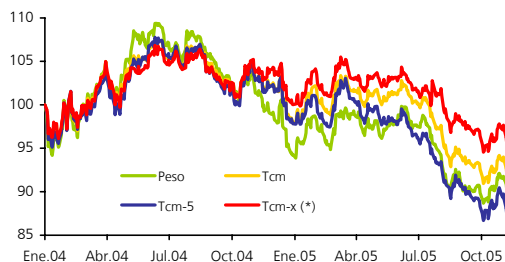
^{4/} Las colocaciones de *leasing* y *factoring* constituyen cerca de 10% del total de colocaciones de empresas.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2005

acumulando durante el año un aumento de 11,2% medido en pesos y 15,4% en dólares. Los montos transados durante el período muestran un aumento respecto de la última reunión, alcanzando a \$53.800 millones diarios, valor similar al registrado durante el tercer trimestre de este año.

Gráfico 18

Tipo de cambio
(índice 02/01/04=100)



(*) Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

Tipo de cambio observado, multilateral y real (TCN: pesos por dólar de EE.UU., promedio mensual; TCM, TCM-5 y TCM-X: 02/01/98=100; TCR y TCR-5: 1986=100)

	TCN	TCM (1)	TCM-5 (2)	TCM-X (3)	TCR (1)(4)	TCR-5 (2)(4)
1986-1997 Prom.	333				98,6	90,4
1990-1999 Prom.	404	152,4	96,9	204,5	92,0	81,2
2002 Prom.	689	119,9	148,8	108,9	97,1	88,5
2003 Prom.	691	124,4	161,0	114,3	104,3	96,1
2004 Prom.	610	113,5	149,6	106,2	99,1	91,5
2005						
IPoM Ene.	568	108,8	142,9	103,3		
IPoM May.	575	111,8	144,9	106,7		
Jun.	585	112,1	143,0	106,4	99,2	88,1
Jul.	576	109,9	139,3	104,9	97,2	85,9
Ago.	547	105,1	133,5	102,5	93,2	82,4
IPoM Sep.	540	104,2	132,3	101,7		
Sep.	537	103,2	131,1	100,7	91,1	80,4
Oct.	535	102,1	129,1	99,3		

(1) Representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia de monedas. Para el 2005, ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, China, Argentina, México, Holanda, Alemania, Corea del Sur, Perú, España, Reino Unido, Francia, Italia, Colombia, Canadá, Taiwán, Ecuador, Venezuela, Bélgica y Suecia.

(2) Agrupan la relación del peso chileno con las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la zona euro.

(3) Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.

(4) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

La disminución del precio de las acciones está asociada, por una parte, a la caída en los índices accionarios mundiales, con un ajuste que fue más pronunciado en los mercados emergentes y latinoamericanos (gráfico 17). Por otra, existen factores internos como el aumento registrado por las tasas de interés local y los resultados reportados para el tercer trimestre.

Tipo de cambio

La paridad peso/dólar se encuentra en valores superiores a los del cierre de la última reunión: en torno a \$535 por dólar, reflejando una depreciación del peso del orden de 2,0%. No obstante, durante el período el peso registró una depreciación aún mayor, llegando a cotizarse por sobre \$545 por dólar a fines de octubre.

La evolución reciente del tipo de cambio es difícilmente atribuible al comportamiento de los diferenciales de tasa de interés nominales, a los términos de intercambio o a la evolución internacional del dólar. Por un lado, no hay noticias del diferencial nominal de tasas de interés. Por otro, la evolución internacional del dólar no fue determinante en la depreciación del peso, lo que se ve en las diferentes medidas de tipo de cambio multilateral, las que registraron variaciones ligeramente inferiores a las del tipo de cambio nominal: 1,5%, 0,8 y 1,3% frente al TCM, TCM-5 y TCM-X^{5/}, respectivamente (gráfico 18 y tabla 2).

Una posible explicación del movimiento cambiario de corto plazo de la paridad peso dólar puede estar en las condiciones del mercado de divisas local.

El TCR de octubre se situó en un nivel inferior al de septiembre al igual que el TCR-5.

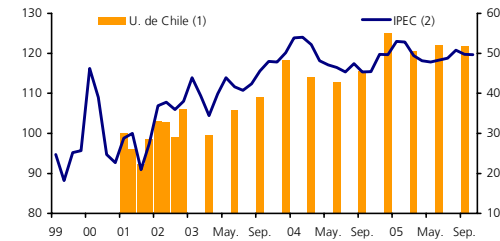
^{5/} Tipo de cambio multilateral que excluye las monedas de economías vinculadas al dólar. Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.

Desde mayo a la fecha se ha observado un aumento del diferencial de tasas interno externo real, lo que puede dar lugar a pensar que parte de la disminución del TCR en este período podría tener un carácter transitorio.

3. Demanda y cuentas externas

Gráfico 19

Expectativas del consumidor
(índice, porcentaje)



(1) Índice marzo 2001=100.
(2) Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuentes:
Adimark.
Universidad de Chile.

En su conjunto, los indicadores más recientes de consumo privado dan cuenta de una leve reversión del menor dinamismo observado el tercer trimestre. La inversión presenta una aceleración adicional respecto del período anterior, principalmente explicada por la internación de buses del Transantiago.

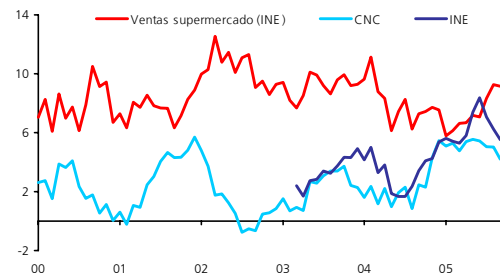
Consumo y existencias

Las expectativas del consumidor de septiembre medidas por la U. de Chile continúan estables por tercer trimestre consecutivo (gráfico 19). Asimismo, y contrario a lo que se ha publicado en la prensa, el nivel de las expectativas del consumidor de octubre medidas por el IPEC se mantienen respecto al mes previo en torno a los niveles neutros. La masa salarial aumentó su crecimiento anual en el tercer trimestre de este año, volviendo a las altas tasas de crecimiento registradas a principio del 2004. Este incremento se explicó tanto por el dinamismo del empleo como de las remuneraciones.

Los indicadores parciales de consumo habitual de septiembre muestran tasas de crecimiento anual algo menores que el mes previo, aunque con velocidades de expansión estables (gráfico 20).

Gráfico 20

Consumo habitual
(variación real anual, porcentaje, promedio móvil trimestral)

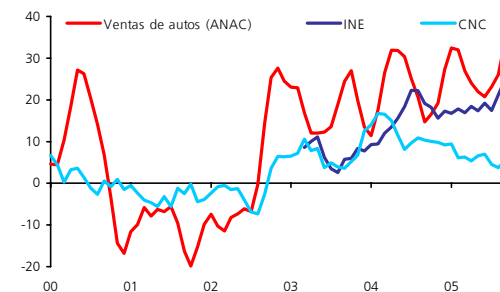


Fuentes:
Cámara Nacional de Comercio.
Instituto Nacional de Estadísticas.

En septiembre, todos los indicadores parciales de consumo durable evidencian un aumento en el dinamismo, reflejado en mayores velocidades de expansión, incrementando las ya elevadas tasas de crecimiento anual. Una parte de este dinamismo se explica por las ventas de automóviles nuevos, las cuales aumentaron 40,1% anual, efecto que también está incorporado en el indicador de ventas de bienes durables del INE (30,6% anual). Las ventas de bienes durables de la CNC se incrementaron 10,6% anual. Se consolida así un tercer trimestre más dinámico que el anterior para este componente del consumo (gráfico 21).

Gráfico 21

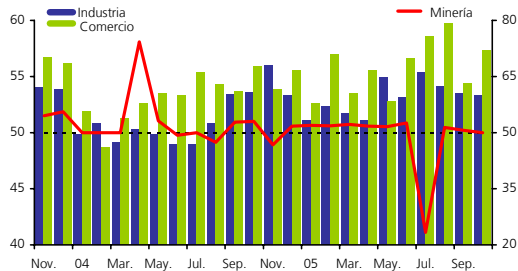
Consumo durable
(variación real anual, porcentaje, promedio móvil trimestral)



Fuentes:
Asociación Nacional Automotriz de Chile.
Cámara Nacional de Comercio.

Gráfico 22

IMCE: situación actual de inventarios (valor sobre (bajo) 50 puntos indica inventarios excesivos (insuficientes))



Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Existencias

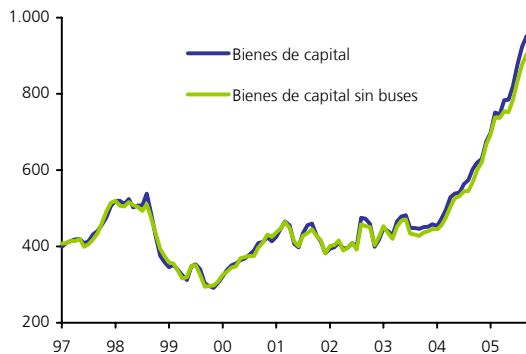
El IMCE^{6/} de octubre muestra comportamientos disímiles para las existencias. Mientras minería presenta inventarios en niveles neutros, comercio aumenta las existencias no deseadas e industria las reduce. Lo anterior en un contexto de expectativas optimistas en la situación general del negocio para todos los sectores (gráfico 22).

Formación bruta de capital fijo

Los datos más recientes respecto de la inversión reflejan una mayor aceleración en su dinamismo. En particular, las importaciones de bienes de capital de octubre, al presentar una tasa de crecimiento cercana a 63% real anual, registran una mayor velocidad de expansión que el mes previo. La mitad de este aumento se explica por la internación de buses del Transantiago (gráfico 23).

Gráfico 23

Importaciones de bienes de capital (millones de dólares de 1996, promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada)

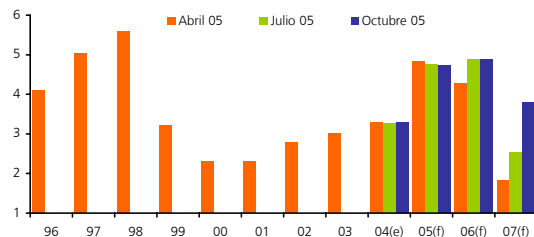


Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto al componente de obras de ingeniería (27% de la FBCF) el catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC) de octubre del 2005 mantuvo el mercado dinamismo proyectado para el bienio 2005-06. Para el 2007, se realizó una importante corrección al alza, acorde con el ciclo económico expansivo y con el acercamiento del período en proyección (gráfico 24).

Gráfico 24

Catastro de inversión (CBC) (*) (miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores Telecomunicaciones e Inmobiliario.

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

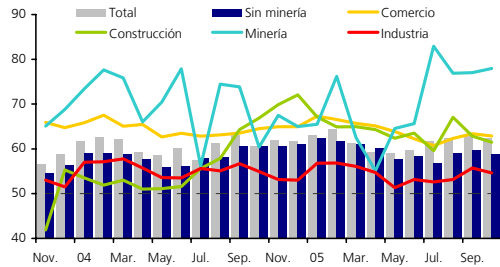
Dentro del componente de edificación de la FBCF, las ventas desestacionalizadas de viviendas nuevas a nivel nacional y para el Gran Santiago continúan estables en los elevados niveles alcanzados a fines del primer semestre.

El IMCE de octubre reflejó una leve reducción en las expectativas empresariales respecto de septiembre (-0,6 puntos), en un contexto en que todos los sectores presentan expectativas empresariales optimistas (sobre 50 puntos). Solo minería presentó mejoras en las expectativas (gráfico 25).

^{6/} Los datos del IMCE deben tomarse con cautela, pues no están libres de efectos estacionales.

Gráfico 25

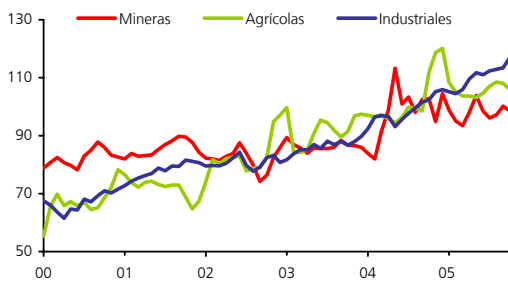
IMCE: expectativas empresariales (valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo))



Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 26

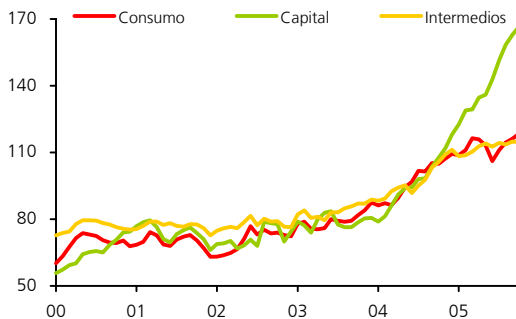
Exportaciones mensuales sectoriales (índice cantidad 2004=100, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 27

Importaciones mensuales sectoriales (índice cantidad 2004=100, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Política fiscal

En septiembre, el balance presupuestario^{7/} del Gobierno Central acumulado en doce meses se mantuvo en 4,7% del PIB. Ello en un contexto de menor crecimiento anual de los ingresos e igual incremento de los gastos presupuestarios que el mes anterior (18,4 y 5,8%, respectivamente).

Los ingresos presupuestarios presentan una desaceleración desde principios de año a pesar de las altas tasas de crecimiento. Esto se explica por el menor incremento de los ingresos del cobre —producto de la alta base de comparación— y de los ingresos provisionales que más que compensan el mayor dinamismo que muestran los ingresos tributarios. En estos últimos destaca el avance en la recaudación de las empresas mineras privadas, ya que a la fecha el impuesto a la renta recaudado de las 10 principales empresas ya superó en 23% real lo proyectado para el año como un todo.

Exportaciones e importaciones

En el tercer trimestre, el valor de las exportaciones alcanzó a US\$9.710 millones, con un crecimiento respecto de igual lapso del 2004 de 22,4%. Este incremento fue levemente inferior al observado en el cuarto anterior (24,4%) y se explicó por menores incrementos de los quantum de todos los sectores, principalmente los industriales.

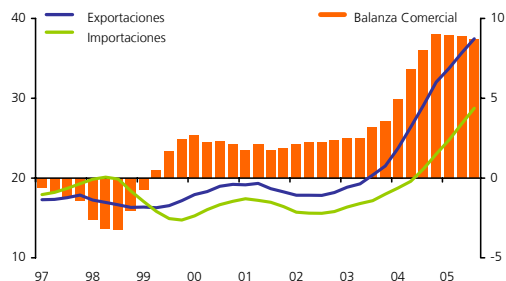
En octubre, las exportaciones de bienes FOB se ubicaron en cifras del orden de US\$3.400 millones (22% anual) —levemente superiores a septiembre— debido, principalmente, al sector industrial. En términos de dinamismo, destacan los quantum de los envíos industriales, los cuales alcanzan tasas de velocidad de expansión cercanas a 50% (5,5% el mes anterior). Las mineras presentaron una velocidad de -18,3% (44% el mes anterior) y las agrícolas, -21% (-4,5% el mes anterior) (gráfico 26).

Las importaciones en el tercer cuarto superaron los US\$8.650 millones, con un crecimiento de 31% anual. Respecto del segundo trimestre del 2005, se aprecia un menor incremento en el

^{7/} Balance resultante de la diferencia entre los ingresos y gastos considerados en la Ley de Presupuestos del Gobierno Central.

Gráfico 28

Balanza Comercial
(miles de millones de dólares acumulados en cuatro trimestres)



Fuente: Banco Central de Chile.

quantum importado, debido a que las menores internaciones de bienes intermedios más que compensaron el aumento de las de bienes de capital, mientras que las de consumo presentan una tasa de crecimiento similar.

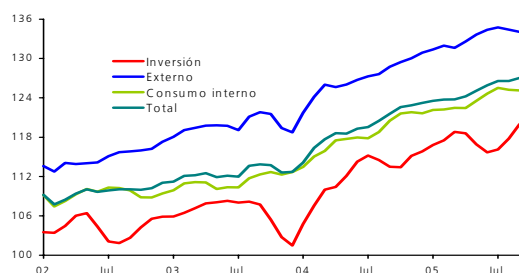
En octubre las importaciones de bienes CIF fueron del orden de US\$3.000 millones (27% anual), superando levemente a las del mes anterior. Este mayor nivel se explica por mayores internaciones de bienes de capital y de consumo que más que compensaron las menores de bienes intermedios (gráfico 27). Aún cuando las internaciones de bienes de capital presentan una desaceleración en su velocidad de expansión, esta continúa mostrando niveles elevados en torno a 32% (40,8% el mes anterior). Consumo, presenta una leve aceleración (25,4%) mientras que las de bienes intermedios se desaceleran (-3%).

El saldo de la balanza comercial anual acumulado al tercer trimestre fue de US\$8.700 millones, disminuyendo respecto de trimestres previos. En tanto, para octubre, el saldo de la balanza comercial se estima del orden de US\$520 millones (US\$400 millones en septiembre) (gráfico 28).

4. Actividad y empleo

Gráfico 29

Producción industrial por destino (1) (2) (3)
(índice 1996=100)



(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.
(2) Las ponderaciones son: sector externo 27%, inversión 17% y consumo 56%.
(3) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregada del INE, ajustados por la ponderación de CCNN.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

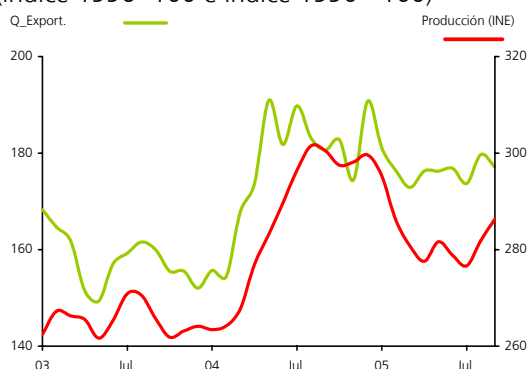
Actividad

En septiembre, la tasa de crecimiento anual de la actividad económica medida por el IMACEC fue 5,5% anual. Con ello, la velocidad de expansión^{8/} superó el 6% anual. Estos resultados se explicaron por el desempeño positivo de los sectores comercio, industria y construcción. Así, en actividad se revierte en parte la moderación de meses recientes. Pero se consolida que el PIB del tercer trimestre estaría por debajo del escenario base del IPoM.

Industria creció en torno a 5% anual, manteniéndose así su velocidad de expansión respecto del mes previo. Por componentes, destacó el crecimiento de las ramas ligadas a la inversión (13% anual), específicamente el crecimiento de los productos metálicos (30% anual). Con ello los niveles de estas ramas continuaron recuperándose por segundo mes consecutivo. En tanto, las ramas ligadas al consumo interno y al mercado externo crecieron por debajo del agregado de la industria. En términos de niveles, estos se mantienen estables desde el segundo trimestre de este año. Cabe destacar que las caídas registradas por el sector celulosa y papeles habrían concluido (gráfico 29).

Gráfico 30

Minería: volumen exportado y producción (*)
(índice 1996=100 e índice 1990= 100)



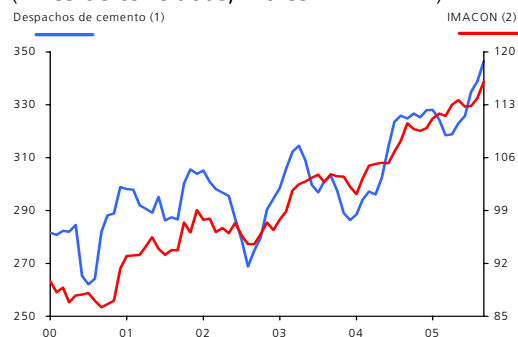
(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

Fuentes: INE y Banco Central de Chile.

Minería presentó una caída en su variación en doce meses luego de haber registrado una leve recuperación durante agosto. El indicador del INE registró una variación de -3,0% anual. No obstante, sus niveles continuaron recuperándose (gráfico 30).

Gráfico 31

Indicadores de construcción
(miles de toneladas; índice 1996=100)



(1) Promedio móvil de serie desestacionalizada.

(2) Serie original.

Fuentes:

Cámara Chilena de la Construcción.

Instituto del Cemento y del Hormigón de Chile.

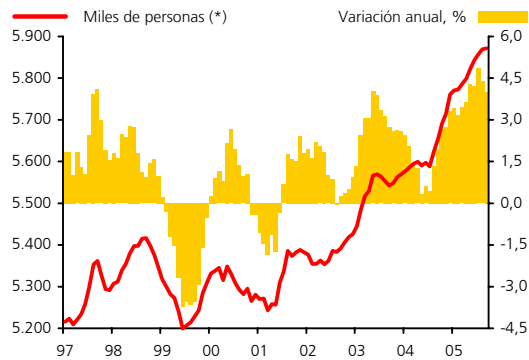
Comercio continuó siendo uno de los sectores más dinámicos de la economía.

Construcción continuó mostrando una trayectoria creciente. Los permisos de edificación valorados (INE) y los despachos de cemento y de hormigón (CChC) aumentaron 18%, 8,6 y 26,4% en doce meses, respectivamente. Similar trayectoria se observa en el indicador de actividad en la construcción (CChC) (gráfico 31).

^{8/} Medida como la variación mensual anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

Gráfico 32

Empleo nacional

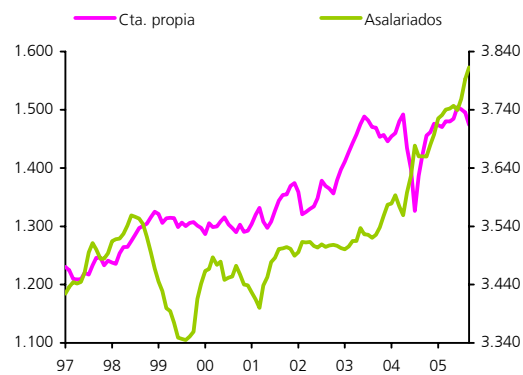


(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 33

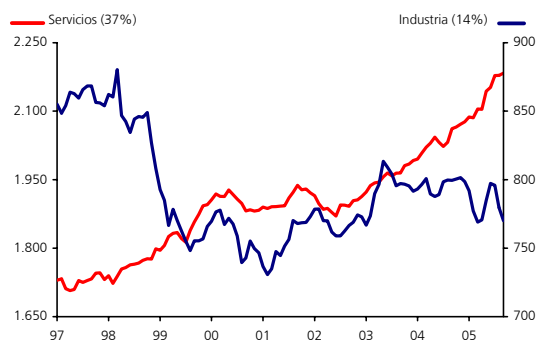
Empleo por categoría en la ocupación
(miles de personas, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 34

Empleo de servicios e industria
(miles de personas, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

EGA desaceleró su tasa de crecimiento comparada con agosto pasando desde 10% a 5,6% anual. La generación de energía hidráulica (CDEC) creció 27% anual en octubre luego de haber mostrado cifras en torno al 40% durante los meses previos. La generación térmica continuó cayendo en torno al 20% anual.

Mercado laboral

Según datos del INE, en el trimestre móvil finalizado en septiembre la tasa de crecimiento anual del empleo llegó a 4,0%, equivalente a un incremento de 222 mil puestos de trabajo (gráfico 32).

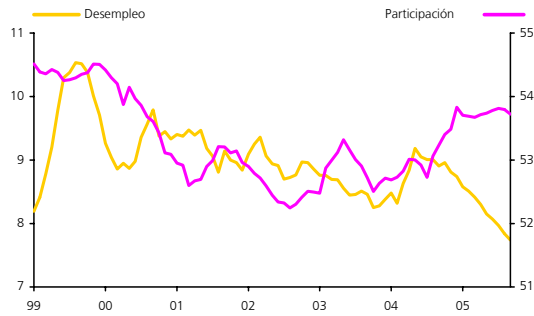
Por categoría ocupacional, los asalariados mostraron una alta tasa de crecimiento anual, casi un punto porcentual más que la del trimestre precedente. En términos desestacionalizados, la variación entre trimestres móviles inmediatos de los asalariados fue cercana a las 20 mil plazas. Los empleados por cuenta propia, por su parte, anotaron una tasa de crecimiento anual de 3,5%, casi la mitad a la registrada en el trimestre anterior (gráfico 33). Esto último refleja tanto un efecto base como una leve disminución en lo más reciente. Según la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, en el Gran Santiago el empleo también estuvo impulsado por el empleo asalariado, que para el trimestre finalizado en septiembre alcanzó una variación anual de 7%.

A nivel sectorial, destacó la caída del empleo ligado al sector industrial, que por tercer mes consecutivo mostró una variación anual negativa y una disminución mensual de aproximadamente 9 mil puestos de trabajo en términos desestacionalizados. Destacaron por su dinamismo los sectores ligados a comercio y servicios (comunales y financieros) (gráfico 34).

La tasa de desocupación nacional fue de 8,5%, 1,2 puntos porcentuales por debajo de la de igual trimestre del año anterior y 0,2 punto inferior a la del trimestre móvil finalizado en agosto. Descontando estacionalidad, la tasa de desempleo fue de 7,7% y 0,1 punto porcentual menor a la del trimestre móvil anterior. Las bajas se explican por una disminución en la cantidad de los desocupados y una tasa de participación que se ha mantenido estable en términos

Gráfico 35

Tasa de desempleo y participación
(porcentaje, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

desestacionalizados (gráfico 35). En la Región Metropolitana la tasa de desocupación se ubicó 2 puntos porcentuales por debajo de la de igual mes del 2004 y en términos desestacionalizados fue 0,2 menor que la del trimestre anterior.

Según la encuesta de la Universidad de Chile, en el Gran Santiago la tasa de desempleo llegó a 10,5% en el tercer trimestre. Descontando estacionalidad la tasa fue 10,2%.

Para hombres, mujeres y población primaria la tasa de desempleo disminuyó levemente en el margen, mientras para los jóvenes aumentó de 20,3 a 20,6% descontando estacionalidad, según datos del INE.

Gráfico 36

Vacantes y empleo asalariado
(vacantes: índice 1995=100, miles de personas, series desestacionalizadas)



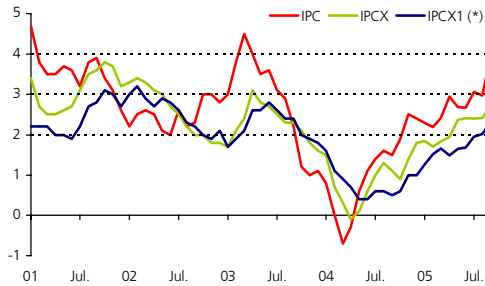
Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

En octubre las vacantes tuvieron una tasa de variación anual positiva de 1,3%, luego de dos meses de cifras negativas y tres de tendencia decreciente. En niveles, eliminada estacionalidad, se apreció un leve aumento con respecto a septiembre (gráfico 36).

5. Precios

Gráfico 37

IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

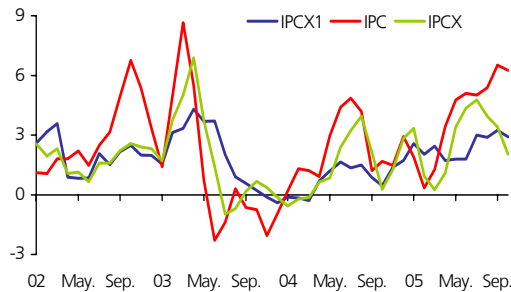
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En octubre el IPC tuvo una variación mensual de 0,5%, cifra que fue de 0,1% para el IPCX y de 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 4,1%, mientras el del IPCX se situó en 2,8% y el del IPCX1 en 2,5% (gráfico 37). A su vez, las velocidades de la inflación del IPC, IPCX e IPCX1 disminuyeron respecto del mes anterior, ubicándose en 6,3%, 2,0 y 2,9%, respectivamente (gráfico 38).

En octubre, el mayor incremento de precios se observó en el grupo Alimentación (1,2%), seguido de aumentos más moderados en Vestuario (0,5%), Transportes (0,5%), Vivienda (0,4%) y Otros (0,2%). Por su parte, el grupo Equipamiento de la vivienda mostró una leve disminución (-0,1%), mientras que los grupos Salud y Educación y Recreación no presentaron variaciones en sus precios promedios.

Gráfico 38

IPC, IPCX e IPCX1
(variación mensual anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada, porcentaje)

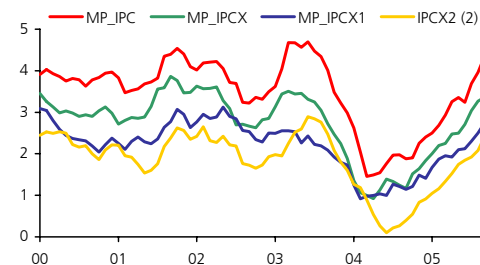


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Respecto de lo proyectado la reunión anterior, la diferencia más grande se dio en el IPC, que fue mayor que lo previsto. Esta discrepancia se debió principalmente al importante aumento en el precio de los perecibles, además de la influencia del mayor precio de combustibles (en particular, el gas licuado). En el IPCX hubo una sorpresa a la baja determinada, principalmente, por la reducción en el precio de la electricidad (efecto que se estimó sería de poca incidencia en la reunión anterior). Por último, el IPCX1 prácticamente no tuvo diferencias respecto de lo proyectado (tabla 3).

Gráfico 39

Medidas de tendencia inflacionaria (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Indicador de inflación subyacente que consiste en la eliminación de los extremos de las distribuciones de las variaciones ponderadas de las distintas medidas de inflación, siendo las restantes reponderadas y así vuelto a calcular el índice de precios respectivo (Grünwald et al. 2004).

(2) Indicador de inflación subyacente que elimina los mismos productos que el IPCX1 y excluye, además, los precios de los productos médicos. Permanece el 60% de la canasta del IPC (Grünwald et al. 2004).

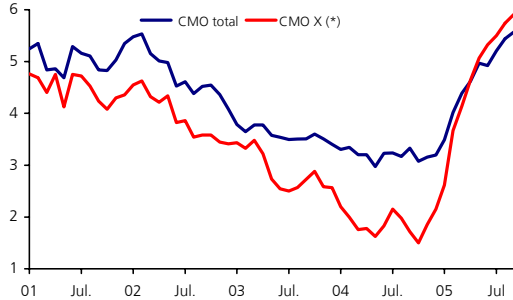
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Los indicadores de tendencia inflacionaria, IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, continúan aumentando (gráfico 39).

Respecto de la dirección de los precios, en octubre se observó una disminución de los ítemes que suben de precio. Al mismo tiempo, aumentaron tanto los que bajan como los que no cambian.

Gráfico 40

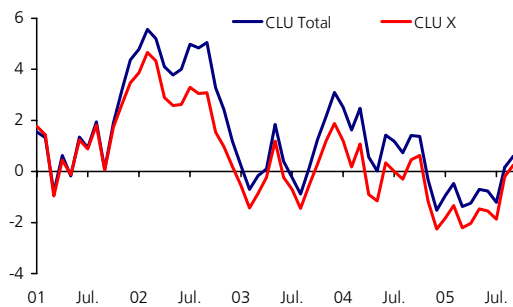
Costo de la mano de obra por hora
(variación anual, porcentaje)



(*) Sin servicios comunales, sociales y personales, EGA ni minería.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 41

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 11,2% en octubre (10,6% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,8% (3,2% el mes anterior).

Los índices de precios para los bienes transables (IPCT) como para los bienes no transables (IPCN) muestran incrementos en sus tasas de variación anual, ubicándose en 4,1 y 4,0%, respectivamente (3,8 y 3,9% el mes anterior).

Márgenes

Las medidas de márgenes se mantuvieron prácticamente inalteradas de acuerdo con la última información conocida. Para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP se produce un leve aumento de 0,2%. Para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y el IPM se observa, sin embargo, un comportamiento opuesto, con una disminución de 0,2% respecto del mes anterior.

Costos laborales

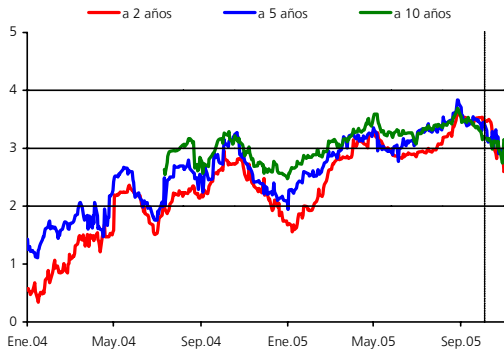
En septiembre la tasa de incremento del costo de la mano de obra (CMO) mantuvo la tendencia creciente de los meses previos, llegando a 5,6% anual, el máximo desde 1999. En cuanto al CMOX, también mantuvo la tendencia creciente, llegando a una variación anual de 5,9% (gráfico 40).

Respecto de los costos laborales unitarios (CLU), en septiembre la variación anual pasó desde 0,2% en agosto a 0,6%. Al tomar los CLU descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar pasando de una caída anual de 0,2% a un incremento de 0,2% (gráfico 41).

6. Expectativas

Gráfico 42

Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables (porcentaje)



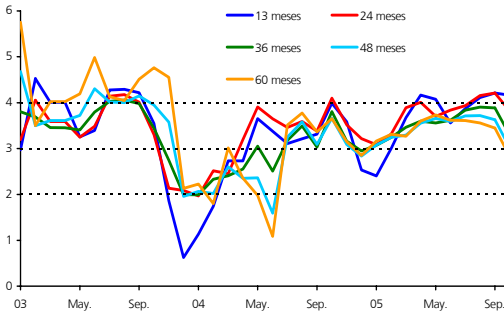
Fuente: Banco Central de Chile.

La compensación inflacionaria registró disminuciones significativas desde la última reunión. Aquella implícita en los bonos a dos y cinco años disminuyó entre 60 y 80 puntos base para llegar a 2,7% en ambos casos, mientras que a diez años luego de caer hasta 35 puntos base en lo más reciente se recuperaron, ubicándose en 3,2% (gráfico 42). Es destacable que lo anterior se produjo en un contexto de caídas en las compensaciones *forward* de octubre en plazos más largos (gráfico 43).

Las expectativas de los empresarios respecto de la inflación esperada a un año plazo aumentaron de acuerdo a la encuesta IMCE de octubre. Las del sector comercio pasan desde 3,5 a 3,8% y las del manufacturero desde 3,5 a 4%.

Gráfico 43

Compensación inflacionaria obtenida a partir de curvas *forward* (porcentaje)



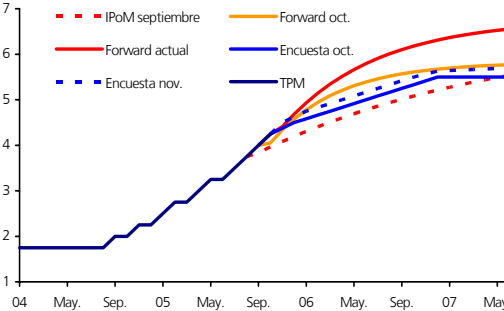
Fuente: Banco Central de Chile.

La encuesta de expectativas económicas del BCCCh de noviembre indica que la inflación esperada a un año plazo cayó a 3,1% (3,3% en octubre), mientras a dos años plazo se mantuvo en 3%.

La actual curva *forward* da cuenta de una aceleración en las expectativas de alza de la TPM. Se deduce que los agentes esperan que la TPM se ubique en 4,7% en diciembre (4,6% en la RPM anterior) y en 6,3% en diciembre del 2006 (5,7% en la RPM anterior). Alternativamente, a partir de la evolución de los contratos *swaps* de tasas de interés fija/cámara se deduce que la TPM se situaría en 4,75% a fines de año^{9/}, lo que no representa variación respecto de la reunión de octubre. La encuesta de expectativas económicas de noviembre refleja que el mercado espera que en la reunión de este mes y de diciembre se suba la TPM en 25 puntos base, para finalizar el año en 4,75%. A diciembre del 2006, la encuesta anticipa que la TPM estará en 5,6% (gráfico 44).

Gráfico 44

Expectativas para la TPM (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas económicas de noviembre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 3,8% respecto de su nivel actual, valor que llega a 6,7% en dos años plazo.

^{9/} Cabe señalar que para enero del 2006 este mismo instrumento indica que la TPM se situaría en 5%.

Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Noviembre 2005

El cierre estadístico del presente Informe fue el 8 de noviembre de 2005.

Este Informe es coordinado por la División Estudios. Incluye las contribuciones de Hermann González, Claudia Varela e Ivonne Vera de la División Internacional, y de Erika Arraño, Dolly Bellani, Daniel Calvo, Bernardo Dominichetti, Macarena García, M. Carolina Grünwald, M. Dolores Roeschmann, Andrea Sánchez, Silvia Tapia y Marcela Urrutia de la División Estudios.

La suscripción a través de correo electrónico de esta publicación debe ser solicitada directamente a bcch@bcentral.cl o al Departamento Publicaciones del Banco Central de Chile, Morandé 115, segundo piso, o a la Casilla Postal 967, Santiago - Chile.

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N°17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencione su fuente, título y autor.