

Antecedentes

Política Monetaria

OCTUBRE 2005

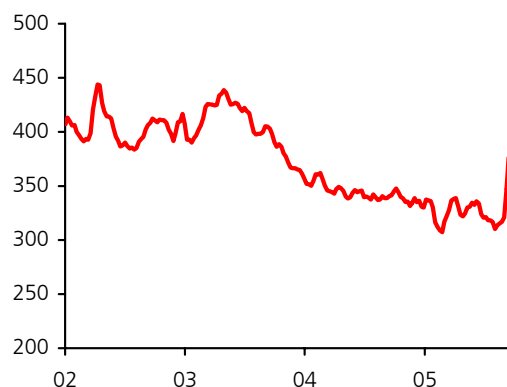


**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

1. Escenario internacional^{1/}

Gráfico 1

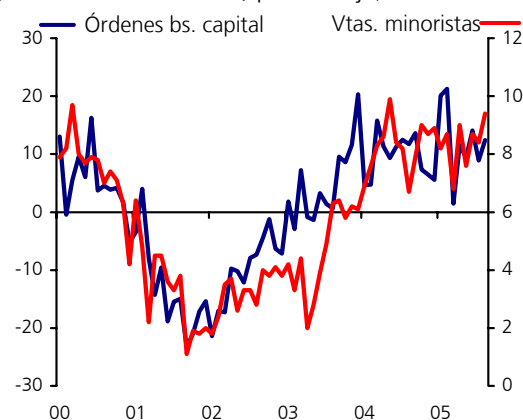
Solicitudes de subsidios de desempleo
(miles de personas, promedio móvil 4 semanas)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

Ventas minoristas y órdenes de bienes de capital core (*)
(variación doce meses, porcentaje)



(*) Excluye automóviles, aviones y defensa.

Fuente: Bloomberg.

El escenario externo para la economía chilena se mantiene favorable, en un contexto donde la actividad mundial continúa sólida y las condiciones financieras internacionales se mantienen positivas. Respecto del último mes destacan las perspectivas de analistas, que esperan precios más altos para el petróleo y el cobre hacia el 2006, derivados de problemas de oferta en estos mercados, a los cuales se suma el dinamismo exhibido por la demanda de materias primas. Asimismo, los huracanes que azotaron a EE.UU. han producido efectos negativos en la actividad económica de ese país, los que, no obstante, tendrían un carácter transitorio. Los riesgos del escenario externo, por su parte, se mantienen altos por el elevado precio de los combustibles, lo que podría tener efectos negativos sobre crecimiento mundial e inflación. Tampoco puede descartarse un deterioro abrupto de las condiciones financieras internacionales que afecte la actividad económica mundial y eleve de forma inesperada los *spreads* de economías emergentes.

Crecimiento mundial

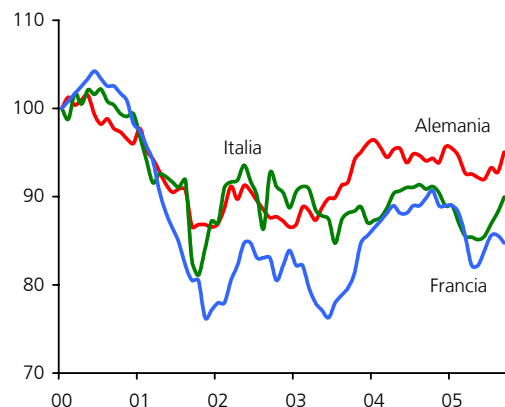
Las perspectivas de crecimiento de EE.UU. se ven algo más sólidas hoy que hace un mes. Si bien los huracanes Rita y Katrina dejaron su huella sobre esta economía —reflejada en un deterioro de la actividad industrial, el empleo y la confianza de consumidores y empresas— sus efectos serían transitorios (gráfico 1). Más aún, la reconstrucción de las áreas afectadas aumentaría el crecimiento estadounidense hacia el 2006, con indicadores de demanda que continúan mostrando un sólido dinamismo (gráfico 2). En cuanto a los riesgos, destaca el alto costo de los combustibles, así como la posibilidad de un ajuste en los precios del sector inmobiliario, los que podrían restar fuerza a la demanda interna.

En la zona euro, los indicadores muestran un panorama algo más positivo respecto de un mes atrás, reflejado en favorables órdenes manufactureras externas, en particular en Alemania. Además, se registran cifras positivas

^{1/} El cierre estadístico para todos los capítulos de este Informe fue el 6 de octubre de 2005.

Gráfico 3

Clima de negocios de la zona euro
(enero 2000=100)



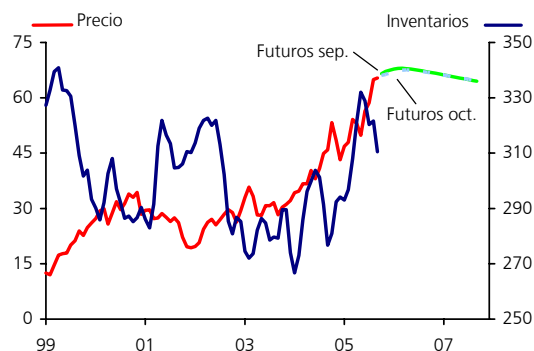
Fuente: Bloomberg.

de gasto privado en Francia. En línea con ello, las encuestas de confianza empresarial han mostrado cifras favorables en la zona (gráfico 3). Sin embargo, una nota de cautela se asocia a la indefinición política en Alemania tras las elecciones parlamentarias, que ha puesto alguna incertidumbre respecto de la aplicación de reformas y perspectivas de crecimiento en dicha economía.

En Japón, el primer ministro Koizumi recibió un alto apoyo en las recientes elecciones, favoreciendo su programa de reformas al sistema de seguridad social y privatización de empresas. A esto se suma la revisión al alza en las cifras de crecimiento del primer semestre, que apoyan mejores perspectivas para la actividad en los próximos trimestres.

Gráfico 4

Mercado del petróleo
(precio en US\$/barril, inventarios en millones de barriles)



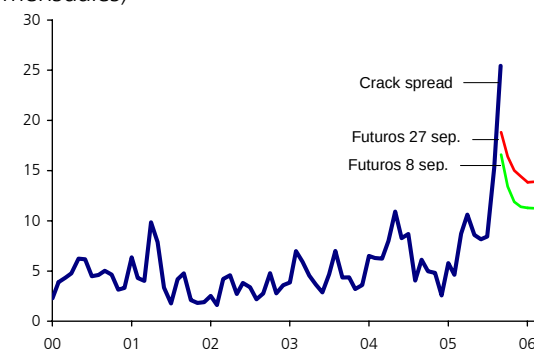
Fuente: Bloomberg.

China, por su parte, continúa mostrando un dinamismo algo por sobre el esperado en la inversión, el consumo privado y la actividad industrial. Ello ha determinado, en el margen, una perspectiva más positiva para el crecimiento de esta economía.

Respecto de América Latina, las perspectivas se han fortalecido. Para efectos de esta revisión, destacan la favorable evolución de los precios de materias primas y la adopción de una política monetaria más relajada en algunas economías de la región, particularmente en Brasil y México.

Gráfico 5

Mercado de la gasolina
(*crack spread*, dólares por barril, promedios mensuales)



Fuente: Bloomberg.

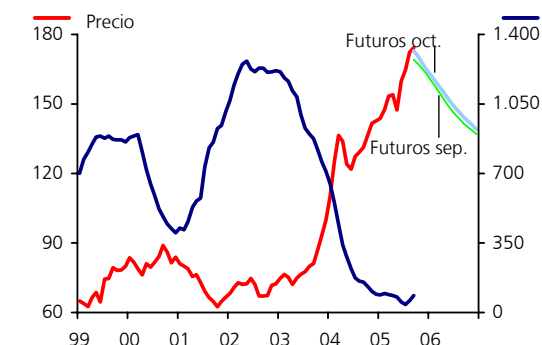
En términos de crecimiento mundial, estimaciones de analistas dan cuenta de una expansión marginalmente más baja para EE.UU. en el 2005 por efecto de los huracanes. Esto se vería más que compensado por el mayor dinamismo que muestra Japón, así como por ajustes al alza en el crecimiento de Europa, América Latina y Asia. Hacia el 2006, se fortalecen las perspectivas de crecimiento mundial, destacando el mayor dinamismo que exhibirían Estados Unidos, Japón y América Latina respecto de lo que se preveía hace un mes.

Precios de productos básicos

El precio del petróleo se ha situado en torno a US\$62/barril en los últimos días, algo por debajo del promedio de septiembre. Esta caída se asocia, principalmente, a evaluaciones que

Gráfico 6

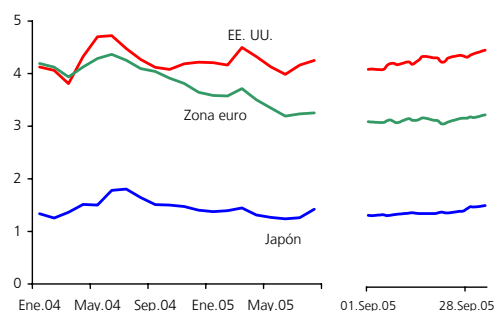
Mercado del cobre
(centavos de US\$/libra, miles de toneladas métricas)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7

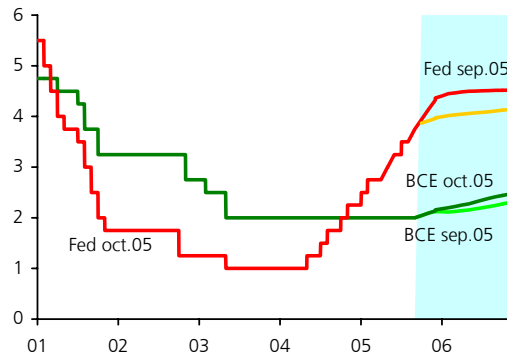
Rendimiento de bonos a 10 años de economías desarrolladas
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8

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



Fuente: Bloomberg.

indican que la capacidad productiva de Estados Unidos habría sufrido un daño menor como resultado de los huracanes, así como a incrementos en la oferta de crudo por parte de la OPEP (gráfico 4). Los márgenes de refinación de gasolina, por su parte, se han elevado de manera transitoria y local en Estados Unidos, ante el cierre por algunas semanas de las refinerías afectadas por los huracanes (gráfico 5). La estrechez de las condiciones de oferta del mercado del petróleo ha llevado a los analistas a elevar las perspectivas para el precio del petróleo hacia el 2006.

El precio del cobre alcanzó en septiembre un máximo nominal histórico, en torno a US\$1,80/libra. Los altos precios del metal se apoyan en un sólido crecimiento mundial, que se suma a la mayor demanda esperada por la reconstrucción de áreas dañadas por huracanes en EE.UU. Si bien las perspectivas de una caída gradual en el precio del cobre se mantienen, cifras efectivas más elevadas sugerirían elevar las proyecciones para el 2005 y 2006 (gráfico 6).

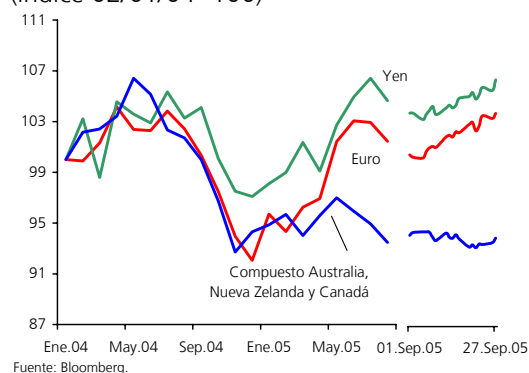
Mercados financieros internacionales

Las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. registran aumentos respecto de un mes atrás, ante perspectivas de mayor dinamismo de la demanda interna, ubicando el rendimiento del bono a diez años entre 4,3 y 4,4%. El bono en euros para el mismo plazo registra una tasa de retorno de 3,15%, cerca de 10 puntos base por sobre lo observado un mes atrás (gráfico 7).

A pesar de que la inflación subyacente en EE.UU. se mantiene acotada, se han acentuado las preocupaciones respecto de su evolución, como consecuencia de mayores precios de combustibles y una demanda interna que se mantiene sólida. Así, las perspectivas para las tasas de política de esta economía contemplan al menos un alza de 25 puntos base de aquí a fines de año. Hacia mediados del primer trimestre del 2006, las expectativas sitúan la tasa de los fondos federales en 4,25%. En la zona euro, si bien el panorama de actividad se muestra algo más positivo y se observan mayores tasas de inflación, las expectativas indican que la tasa de política se mantiene sin cambios durante los primeros trimestres del 2006 (gráfico 8).

Gráfico 9

Evolución del dólar
(índice 02/01/04=100)

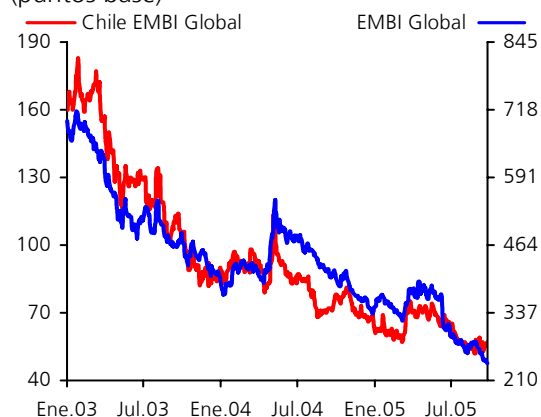


El dólar se ha apreciado en los mercados internacionales, a consecuencia de las mejores perspectivas de crecimiento para Estados Unidos y aumentos de tasas de interés superiores a los de las demás economías desarrolladas. En relación con el euro, ha contribuido también el efecto de la indefinición política en Alemania tras las elecciones parlamentarias (gráfico 9).

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento mejoran en el margen. En efecto, el alza de las tasas de largo plazo ha sido más que compensada por caídas en los *spreads* soberanos. Ello se asocia al alza experimentada por los precios de *commodities*, en un contexto de alta liquidez en mercados financieros y búsqueda de retorno por parte de inversionistas (gráfico 10). Continúan los abundantes flujos de cartera hacia mercados emergentes, apoyando así mayores emisiones de bonos corporativos de estas economías.

Gráfico 10

Spread soberano de economías emergentes
(puntos base)

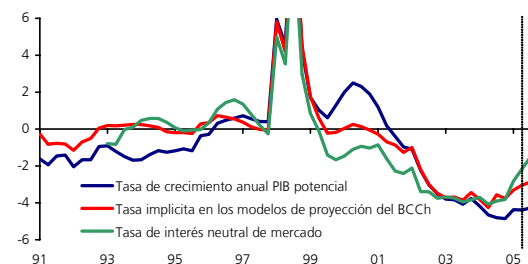


Las paridades de economías emergentes han tendido a debilitarse con respecto al dólar, en línea con la evolución observada en economías desarrolladas. No obstante, el real brasileño mostró durante parte del mes una apreciación respecto del dólar, dando cuenta de una economía que se ve con mejores perspectivas, en un contexto donde las noticias de corrupción han generado preocupaciones menores en los mercados financieros. Cabe destacar que en lo más reciente ha mostrado una depreciación.

2. Mercados financieros en Chile

Gráfico 11

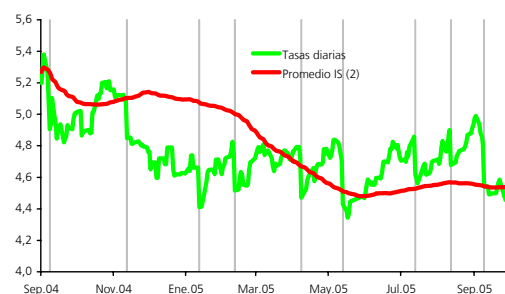
Brecha de tasas de interés real: TPM real (*) menos tasa de interés neutral indicada (porcentaje)



(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

Impulso monetario (1)
(puntos de crecimiento anual)

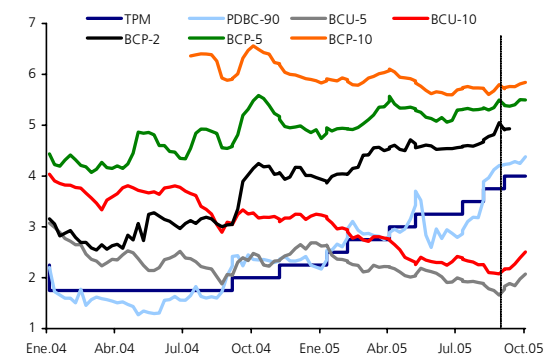


(1) Impulso monetario = $-0,24 \cdot (\text{TPM nominal} - \text{inflación esp} - \text{TPM real neutral}) - 0,22 \cdot (\text{BCU5} - \text{BCU5 neutral})$.
En el estado estacionario este impulso debe ser cero.
(2) Se supone que el impulso afecta el crecimiento con dos trimestres de retraso.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico 13

Tasas de interés de instrumentos del BCCh
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Desde la reunión de septiembre se verifica un incremento de las tasas de interés de los documentos del BCCh, una desaceleración de los agregados monetarios, un crecimiento robusto del financiamiento de hogares y empresas (bancario y no bancario) y una apreciación del tipo de cambio. Asimismo, según dos medidas alternativas, se observa que la expansividad de la política monetaria continúa (gráficos 11 y 12).

Tasas de interés instrumentos BCCh

Desde la reunión pasada las tasas de interés de los documentos del Banco Central presentan una trayectoria al alza, más acentuada en el caso de los documentos reajustables. De hecho, los documentos nominales presentan alzas de alrededor de 15 puntos base, situándose en 5,1%^{2/}, 5,5 y 5,9% para los BCP-2, BCP-5 y BCP-10, respectivamente. En tanto, las tasas de los BCU-5 y BCU-10 han experimentado aumentos algo más pronunciados del orden de 35 puntos base, ubicándose en 2,1 y 2,6%, respectivamente. Esta trayectoria ha sido semejante a la de sus similares externas. La tasa de los PDBC-90 se transa en la actualidad 40 puntos base por sobre la TPM, dando cuenta de expectativas de nuevas alzas de la tasa de política (gráfico 13).

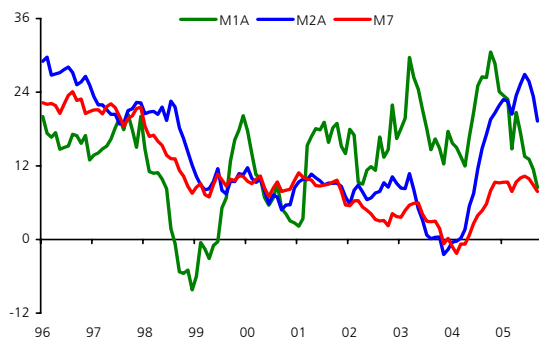
Agregados monetarios

En septiembre, la tasa de crecimiento anual del M1A acentuó su trayectoria descendente, ubicándose en 8,6%, cifra que no se observaba desde fines del 2001. Con lo anterior, los residuos de corto plazo de la proyección habitual de la demanda por dinero presentan una desviación mínima de los valores efectivos, aunque los errores de largo plazo se mantienen en niveles similares a los de los meses previos. Las tasas de variación del M2A y del M7, en tanto, también muestran una tendencia decreciente, llegando a 19,3 y 7,9%, respectivamente (gráfico 14). Respecto de las velocidades de expansión, estas caen para todos

^{2/} Sin embargo, la escasez de transacciones del BCP-2 en el mercado secundario impide deducir con precisión del nivel de la tasa de interés.

Gráfico 14

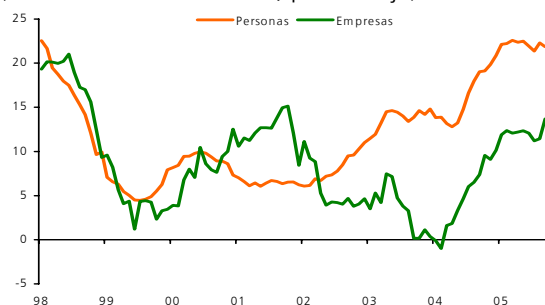
Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15

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



(*) Datos de septiembre 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		Comerciales	
		TPP (1)	Tarjetas de crédito (2)	Prime (3)	TPP (1)
2002 Prom.	4,05	28,1	33,9	4,2	7,7
2003 Prom.	2,73	27,1	32,7	3,0	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	1,6	7,4
2005 Prom.	3,03	25,4	32,9	3,1	8,7
2004 Oct.	2,00	23,4	33,9	1,7	7,2
Nov.	2,16	24,0	33,5	2,3	8,0
Dic.	2,25	23,8	31,8	2,2	7,8
2005 Ene.	2,42	25,4	32,5	2,3	8,2
Feb.	2,65	26,8	32,4	2,7	8,8
Mar.	2,75	24,0	32,9	2,5	9,1
Abr.	2,94	25,7	33,6	2,9	9,1
May.	3,14	26,6	34,2	3,0	10,0
Jun.	3,25	27,1	35,0	3,1	9,5
Jul.	3,40	26,6	35,2	3,5	10,2
Ago.	3,66	26,6	35,5	3,6	10,0
Sep.	3,94	26,4		3,8	9,9

(1) Tasa promedio ponderada.

(2) Serie publicada por la SBF, 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.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

los agregados, destacando la disminución del M2A, desde un promedio de 20% en los meses anteriores a valores cercanos a 0%.

Por componentes, destaca la disminución del crecimiento de los depósitos a plazo, aunque se mantiene en un nivel alto: 23,4%. En tanto, los documentos del Banco Central continúan con tasas de variación en doce meses negativas (-4,3%). Por último, las letras de crédito mantienen una variación anual similar a la mostrada los meses anteriores: del orden de -19,2%. La principal razón de esta caída es la disminución del stock total de este instrumento: 3% con respecto a igual mes del año anterior.

Condiciones de crédito y financiamiento

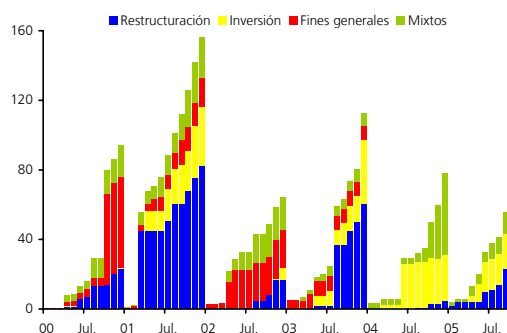
Con datos preliminares a septiembre, la tasa de variación de las colocaciones bancarias se mantiene en torno a 14%, sustentada en la favorable evolución de las colocaciones a personas y empresas (gráfico 15).

Por tipo de crédito, los préstamos de consumo muestran un incremento similar al de los meses anteriores: 25%, en tanto su velocidad de expansión cayó a 16%. Los créditos para la vivienda crecen por sobre 20%, con una velocidad de expansión que se mantiene en valores cercanos a 20%. La tasa de interés promedio de los créditos de consumo se mantiene en los valores de agosto; sin embargo, corregida por estacionalidad refleja un alza de 80 puntos base respecto del mes anterior. En tanto, las tasas de interés cobradas por las tarjetas de crédito muestran una tendencia creciente (tabla 1). Por su parte, los *spread* de las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF por sobre el BCU-5 se mantuvieron en los niveles de agosto. 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% siguió en torno a 150 puntos base, mientras el *spread* de las letras con tasa de carátula 5 a 6% lo hizo en 190.

El crecimiento de las colocaciones a empresas, también con datos preliminares a septiembre, muestra un incremento anual de 14%, la mayor variación desde fines del 2001. Entre estos créditos, destaca el aumento de las colocaciones comerciales a 15% y una velocidad de expansión que permanece en torno a 14%. La tasa de

Gráfico 16

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



(*) Datos de septiembre son provisionales.

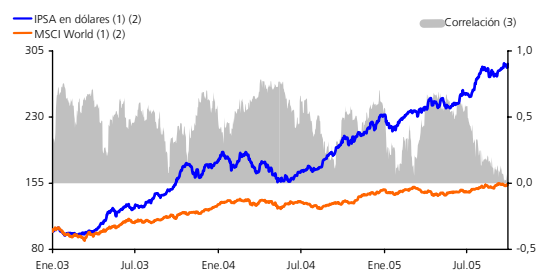
Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico 17

Indicadores bursátiles



(1) Índice accionario Morgan Stanley Capital International.

(2) Índice 02/01/2003=100.

(3) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

interés promedio aplicada a los créditos comerciales se ha mantenido en el nivel de los meses anteriores.

La emisión de bonos corporativos alcanzaría en septiembre a UF14,2 millones, destinadas principalmente a reestructurar pasivos y en menor medida a financiar proyectos (gráfico 16). Con estas emisiones se acumulan UF55,3 millones en el año, monto 58% superior al acumulado en igual período del 2004. Al contrario de lo esperado hasta la RPM anterior, se ha observado un mayor interés del mercado en la emisión de bonos corporativos, por lo que probablemente las colocaciones de este año superaran las del 2004. Por su parte, los *spread* de los bonos corporativos por sobre los documentos del Banco Central, en general, se mantuvieron en los niveles de los meses previos.

Bolsa

Desde el cierre de la reunión de septiembre el IPSA aumentó 2,6% medido en pesos y 3,6% en dólares. Con ello la variación acumulada durante el año de este indicador es de 19,8% medido en pesos y 25,6% en dólares. El repunte del precio de las acciones esta asociado a buenas noticias relacionadas con los sectores eléctrico, bancario y *retail*. Los montos transados durante el período muestran un aumento respecto de la última reunión, alcanzando a \$50.300 millones diarios. Sin embargo, aun son 7% inferiores al promedio diario del segundo trimestre de este año.

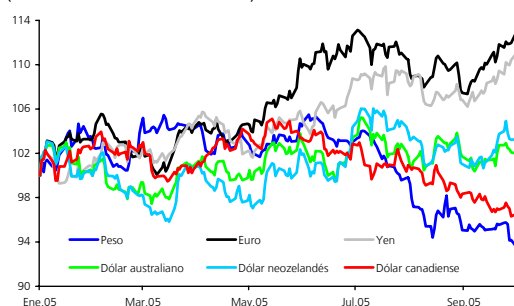
En igual período, el índice de bolsas mundiales (MSCI) ha disminuido 1,2%, con lo que la correlación entre la bolsa local y las extranjeras disminuye a valores mínimos (gráfico 17). Las bolsas de EE.UU. han presentado disminuciones de 2,6% para el Dow Jones y 3,1% para el Nasdaq vinculadas a los efectos de los huracanes Katrina y Rita y expectativas de mayores alzas de la tasa de interés por parte de la Fed.

Tipo de cambio

En septiembre, la paridad peso/dólar se cotizó en torno a \$535 por dólar, con una baja volatilidad. Sin embargo, en los últimos días el peso se ha apreciado, llegando a valores cercanos \$525 por dólar. Así, en la actualidad esta paridad se

Gráfico 18

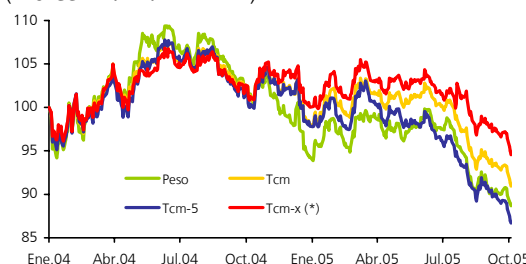
Paridades respecto del dólar estadounidense (índice 03/01/05=100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 19

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 TCMX: 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	99,3	88,1
Jul.	576	109,9	139,3	104,9	97,0	85,7
Ago.	547	105,1	133,5	102,5	93,0	82,2
IPoM Sep.	540	104,2	132,3	101,7		
Sep.	537	103,2	131,1	100,7		

(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.

encuentra 1,7% más apreciada que al cierre de la última reunión.

La evolución del tipo de cambio no es coherente con la trayectoria del diferencial de tasas nominal^{3/}, el que ha disminuido. Tampoco se explica por la trayectoria del dólar a nivel internacional, ya que registra una importante apreciación respecto de monedas de países desarrollados. En efecto, la paridad del euro, el yen y la libra esterlina respecto del dólar variaron 4,5%, 4,1 y 4,7%, respectivamente, en igual período (gráfico 18). De esta manera, respecto de canastas de monedas, el peso registra apreciaciones de 2,8%, 3,9 y 3,2% frente al TCM, TCM-5 y TCM-X^{4/}, respectivamente (gráfico 19 y tabla 2).

El TCR de septiembre se situó en torno a 90 lo que significa una disminución respecto de agosto. Por su parte, el TCR-5 se ubicó en algo más de 80, valor menor al de agosto.

Durante las últimas semanas, el diferencial de tasas interno externo real^{5/} ha aumentado, al contrario del nominal, cerrando, en parte, la brecha que mostraban desde comienzos de año. La evolución dispar de estos indicadores permite suponer que los agentes estarían corrigiendo sus expectativas respecto de lo observado en la reunión anterior, esperando una aceleración mayor de la inflación externa que de la interna.

^{3/} Se calcula como la diferencia entre curvas de rendimiento de Chile y EE.UU. a un plazo de 48 meses.

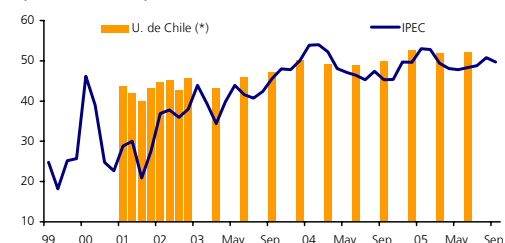
^{4/} Tipo de cambio multilateral que excluye las monedas de economías vinculadas al dólar. Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.

^{5/} Se calcula como la diferencia entre un BCU-10 y un bono del Tesoro EE.UU. equivalente, corregido por el *spread* soberano.

3. Demanda y cuentas externas

Gráfico 20

Expectativas del consumidor
(valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo))

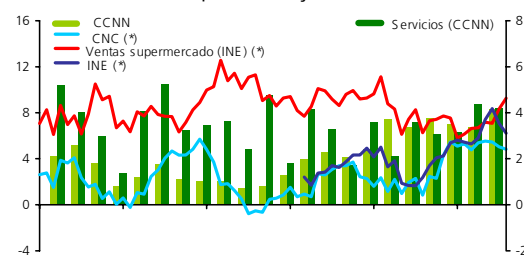


(*) U. de Chile ajustado.

Fuentes:
Adimark.
Banco Central de Chile en base a la encuesta de la Universidad de Chile.

Gráfico 21

Consumo habitual
(variación anual, porcentaje)

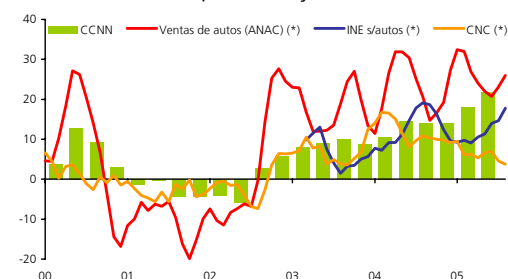


(*) Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico 22

Consumo durable
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes:
Asociación Nacional Automotriz de Chile.
Banco Central de Chile.
Cámara Nacional de Comercio.
Instituto Nacional de Estadísticas.

Los indicadores más recientes del consumo privado dan cuenta de un dinamismo algo menor para el tercer trimestre respecto del período previo. La inversión en maquinaria y equipos continúa robusta.

Consumo y existencias

Las expectativas del consumidor de septiembre medidas por el IPEC mostraron una leve reducción respecto del mes previo, disminuyendo a niveles considerados como neutrales (gráfico 20).

Los indicadores parciales de consumo habitual, luego de un segundo trimestre con incrementos anuales no vistos desde 1998 (8,3% para el componente habitual de CCNN), mostraron en agosto menores tasas de crecimiento que el mes anterior, evidenciando en los dos últimos meses una menor velocidad de expansión respecto del trimestre previo (gráfico 21).

En agosto, aún cuando las tasas de crecimiento anual de los distintos indicadores parciales de consumo durable registraron comportamientos disímiles, estas fueron en general elevadas, conformando un tercer trimestre más dinámico que el anterior. Las ventas de automóviles nuevos aumentaron 25,8% —retomando nuevo dinamismo luego de mostrar desaceleración en lo que va del año— y las ventas de bienes durables del INE crecieron 23,5%. Las ventas de bienes durables de la CNC, en cambio, se incrementaron en solo 2,7% anual (gráfico 22).

Existencias

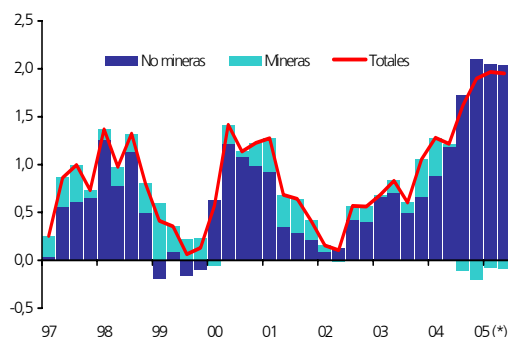
La variación de existencias a PIB acumulada al segundo trimestre del 2005, en términos desestacionalizados, se redujo respecto del período previo. Lo anterior en un contexto de menores inventarios mineros y de acumulación de no mineros —principalmente industriales— en el segundo trimestre (gráfico 23).

El IMCE^{6/} de septiembre muestra que comercio e industria redujeron su nivel de existencias no

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

Gráfico 23

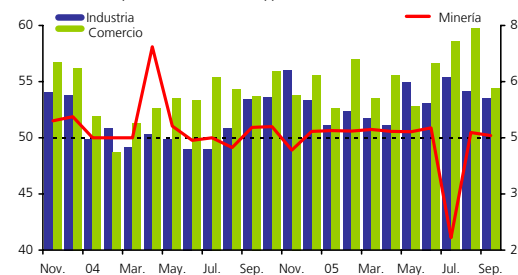
Variación de existencias a PIB
(año móvil, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 24

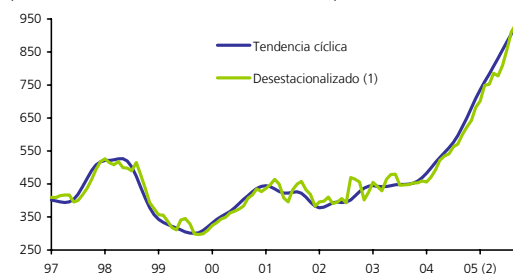
IMCE: situación actual de inventarios
(valor sobre (bajo) 50 puntos indica inventarios
excesivos (insuficientes))



Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 25

Importaciones de bienes de capital
(millones de dólares de 1996)



(1) Promedio móvil trimestral.
(2) Datos de septiembre provisionales.
Fuente: Banco Central de Chile.

deseadas, mientras que minería las mantuvo en niveles neutrales. Lo anterior en un contexto de expectativas optimistas en la situación general del negocio para todos los sectores (gráfico 24).

Formación bruta de capital fijo

Los datos más recientes respecto de la inversión siguen creciendo con fuerza. En particular, las importaciones de bienes de capital de septiembre presentan una tasa de crecimiento cercana a 50% real anual (gráfico 25).

Indicadores del componente construcción y otras obras (56% de la FBCF) reflejaron, en general, menores tasas de crecimiento que en julio. En efecto, se observaron menores incrementos de la demanda por insumos, permisos de edificación y ventas de viviendas nuevas. En particular, las ventas desestacionalizadas de viviendas nuevas a nivel nacional y para el Gran Santiago continuaron en niveles elevados, aún cuando disminuyeron levemente respecto del mes previo.

El IMCE de septiembre aumentó levemente respecto de agosto (+0,5 punto), consolidando las expectativas optimistas de los empresarios, ya que a nivel desagregado todos los sectores presentan expectativas optimistas (más de 50 puntos) sobre la actividad económica. Solo construcción disminuyó sus expectativas (gráfico 26).

Política fiscal

En agosto, el balance presupuestario ⁷ / acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 4,7% del PIB, en un contexto de mayor crecimiento anual al mes previo tanto de los ingresos como de los gastos presupuestarios (20,2 y 5,8%, respectivamente).

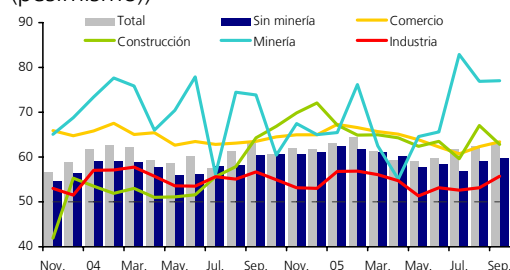
En los ingresos tributarios destaca el avance en la recaudación de las empresas mineras, ya que a la fecha el impuesto a la renta recaudado de las 10 principales empresas privadas ya superó en 14% real lo proyectado para el año como un todo.

Las nuevas estimaciones realizadas por la autoridad fiscal —que incorpora los ajustes en

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

Gráfico 26

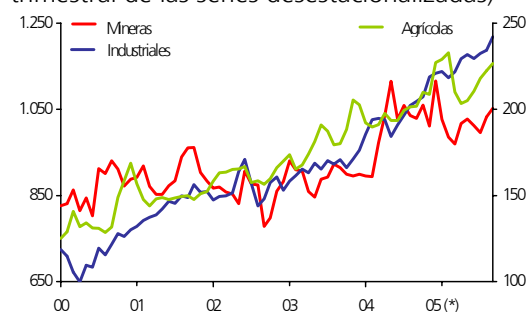
IMCE: expectativas empresariales
(valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo))



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 27

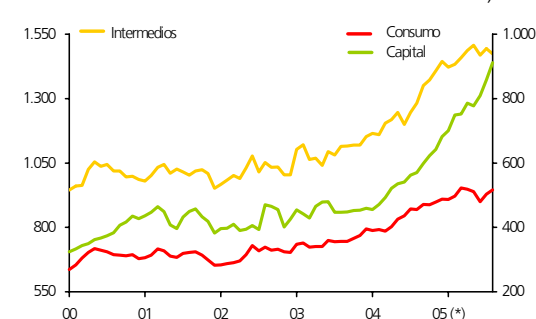
Exportaciones mensuales sectoriales
(millones de dólares de 1996, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



(*) Datos de septiembre provisionales.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 28

Importaciones mensuales sectoriales
(millones de dólares de 1996, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



(*) Datos de septiembre provisionales.
Fuente: Banco Central de Chile.

los supuestos macroeconómicos de este año así como lo contenido en el Proyecto de Presupuesto para 2006— proyectan un superávit global de 3,4 y 2,3% del PIB para el 2005 y 2006, respectivamente. Ambos coherentes con crecimientos reales del gasto total del Gobierno Central de aproximadamente 6,5 y 6%, respectivamente, y con el cumplimiento de la regla de superávit fiscal. Así, para este y el próximo año se observaría un mayor impulso que lo esperado en el IPoM anterior.

Exportaciones e importaciones

Se proyecta que en septiembre las exportaciones de bienes FOB se ubicaron en cifras del orden de US\$3.200 millones (31% anual) (gráfico 27). De esta forma, en el tercer trimestre destaca el sostenido aumento de los niveles de los envíos industriales y agrícolas respecto del período anterior. Los mineros, en tanto, se estabilizaron en los niveles alcanzados a principios de año. Así, el valor acumulado por las exportaciones al tercer trimestre superó US\$28.500 millones, con un crecimiento respecto de igual lapso del 2004 del orden de 23%.

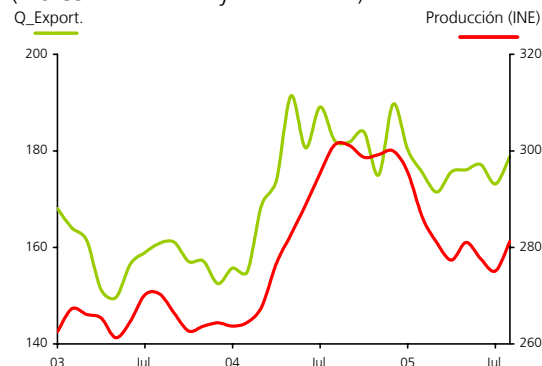
En septiembre se proyecta que las importaciones de bienes CIF se ubicaron en cifras del orden de US\$2.970 millones (30% anual) (gráfico 28). Al respecto, en el tercer trimestre solo las importaciones de bienes de capital continuaron mostrando incrementos en los niveles respecto del cuarto anterior. Las internaciones de bienes intermedios se mantuvieron estables en torno a los altos niveles alcanzados a principios de año, mientras que las de consumo se recuperaron luego del menor nivel observado en el segundo trimestre. En lo que va del 2005 el valor acumulado por las importaciones CIF superó US\$23.800 millones, con un crecimiento respecto de igual lapso del 2004 del orden de 34%.

El saldo de la balanza comercial en septiembre se proyecta del orden de US\$410 millones. Con esto, en los últimos doce meses el saldo acumulado de la balanza comercial se ubicó aproximadamente en US\$8.700 millones (aproximadamente US\$8.660 en agosto).

4. Actividad y empleo

Gráfico 29

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

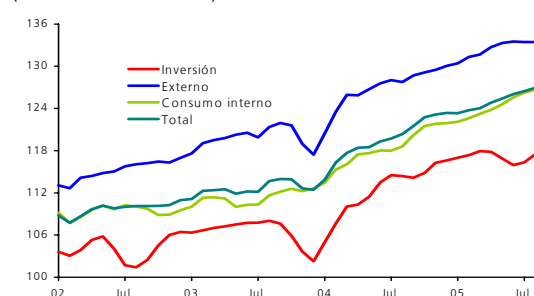


(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

Gráfico 30

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



(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

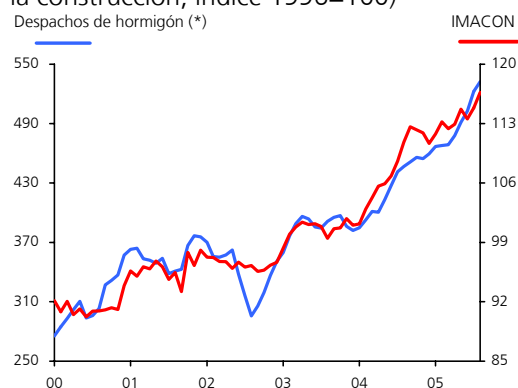
(2) Las ponderaciones son: sector externo 28%, inversión 16% y consumo 56%.

(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.

Gráfico 31

Indicadores de construcción
(miles de m³; indicador mensual de actividad de la construcción, índice 1996=100)



(*) Promedio móvil de serie desestacionalizada.

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción e Instituto del Cemento y del Hormigón de Chile

Actividad

En agosto, la tasa de crecimiento de la actividad económica medida por el Imacec fue de 5,9% anual. Con ello su velocidad de expansión⁸ / alcanzó a 5,5%. Estos resultados se explicaron por el buen desempeño de los sectores EGA, construcción y comercio.

Comercio continuó creciendo por sobre la actividad agregada.

Minería mostró una leve recuperación en niveles en agosto. Así lo muestra el indicador de producción minera elaborado por el INE, el que creció 0,6% anual —luego de caer durante los dos últimos meses— gracias a una mayor producción efectiva del sector (gráfico 29).

Industria creció más de 5% anual, con lo que su velocidad de expansión volvió en torno a 5%. Destacaron las ramas asociadas al consumo interno, donde la mayor incidencia se obtuvo de la refinación de combustible. Las ramas que destinan la producción al mercado externo crecieron por debajo del total de la industria y se mantienen en los mismos niveles desde abril de este año. Parte de este comportamiento se explicó por las caídas en pesca y celulosa. En tanto, las ramas ligadas a la inversión crecieron algo por sobre el total de la industria, con lo que este indicador retoma los niveles de comienzos de año. Esta evolución se debe, principalmente, al aumento de la actividad del ítem muebles (gráfico 30).

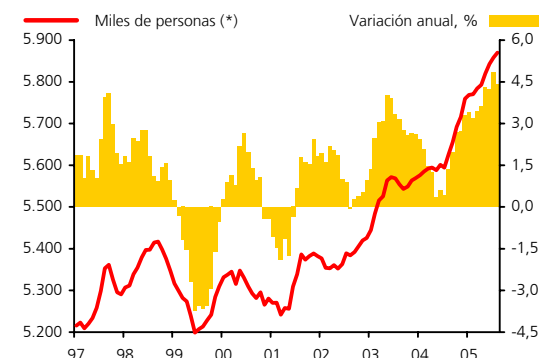
EGA continuó su trayectoria creciente, mostrando un aumento en torno a 10% anual. Gran parte de estos resultados obedece a que la generación hidroeléctrica ha seguido creciendo por sobre 30% anual. En tanto, la generación de energía térmica cayó cerca de 25% anual.

Construcción continuó su desempeño positivo, sin aceleraciones adicionales. Los permisos de edificación valorados y los despachos de cemento (CChC), aumentaron 23 y 4,2% (anual), respectivamente. Ambos indicadores

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

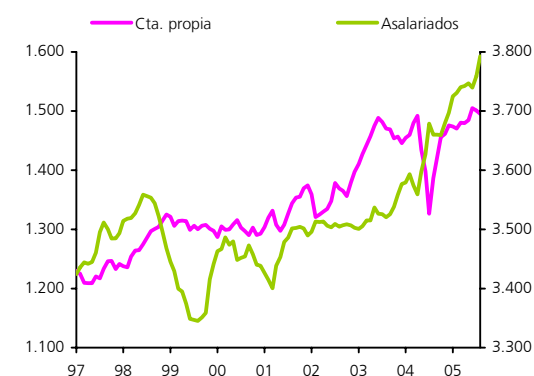
Gráfico 32

Empleo nacional

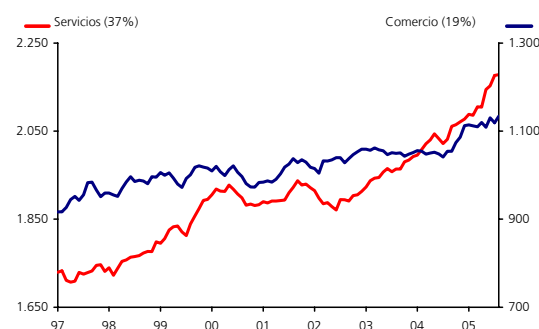


(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 33Empleo por categoría en la ocupación
(miles de personas, series desestacionalizadas)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 34Empleo de servicios y comercio
(miles de personas, series desestacionalizadas)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

vienen mostrando una tendencia creciente desde el segundo trimestre del 2005 (gráfico 31). Por otra parte, el indicador de construcción de la CChC, IMACON, creció 5,3% anual, acumulando en el año a agosto un aumento de 7,2%. Destacó el dinamismo del componente facturación de contratistas (23% anual).

Mercado laboral

Según datos del INE, en el trimestre móvil finalizado en agosto, la tasa de crecimiento anual del empleo aumentó 4,4%, lo que equivale a 243 mil nuevos puestos de trabajo (gráfico 32).

Por categoría ocupacional, el número de asalariados registró un crecimiento anual en torno a 3,5%. Los empleados por cuenta propia anotaron un incremento anual de 7,6%, mucho menor que el registrado en el trimestre anterior. Descontada la estacionalidad, el empleo de este grupo disminuyó en aproximadamente 15 mil plazas desde el trimestre anterior (gráfico 33).

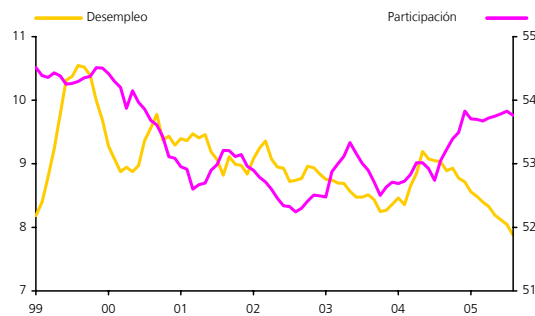
A nivel sectorial, la variación anual del empleo industrial cayó por segundo mes consecutivo. Corregido por estacionalidad, tuvo una disminución de casi 15 mil plazas respecto del trimestre móvil finalizado en julio. Según datos de Sofofa, el empleo industrial se mantuvo prácticamente invariable con respecto al mes anterior. Destacaron por su dinamismo el empleo de las ramas comercio y construcción, y también los sectores ligados a servicios, en especial comunales y sociales (gráfico 34).

En agosto, la tasa de desocupación nacional fue de 8,7%, esto es, 1,2 puntos porcentuales menos que en igual trimestre del año anterior y 0,1 punto por debajo de julio, descontando estacionalidad. Esta disminución está explicada por dos efectos que actúan en la misma dirección: una reducción del número de desocupados (7 mil personas aproximadamente) y un aumento de la fuerza de trabajo desestacionalizada (gráfico 35).

Descontando estacionalidad, la tasa de desempleo para hombres y población primaria no registró cambios, mientras para los jóvenes aumentó levemente y para las mujeres disminuyó 0,3 punto porcentual.

Gráfico 35

Tasa de desempleo y participación
(porcentaje, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

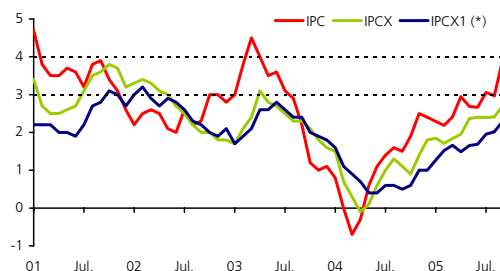
En septiembre, las vacantes tuvieron una tasa de variación anual negativa de -6,2%.

El índice de expectativas de hogares respecto de empleo, medidas por el IPEC, continúa con la tendencia al alza que comenzó en junio.

5. Precios

Gráfico 36

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.

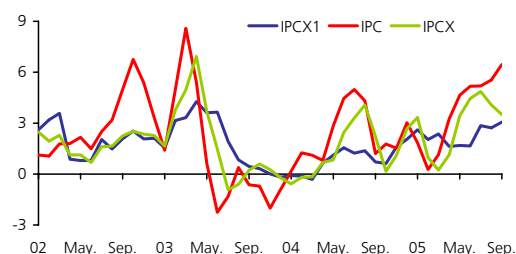
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En septiembre el IPC tuvo una variación mensual de 1,0%, cifra que fue de 0,4% para el IPCX e IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 3,9%, mientras el del IPCX se situó en 2,7% y el del IPCX1 en 2,3% (gráfico 36).

En este mes, los mayores incrementos de precios se observaron en los grupos Transportes (1,7%), Alimentación (1,6%), Vivienda (1,1%) y Vestuario (1,0%), alzas menores presentaron los grupos Salud (0,2%) y Educación y Recreación (0,1%). Por su parte, el grupo Equipamiento de la vivienda mostró una leve disminución (-0,2%) y el grupo Otros no mostró variación.

Gráfico 37

Velocidad de expansión (*) del IPC, IPCX e IPCX1
(porcentaje)



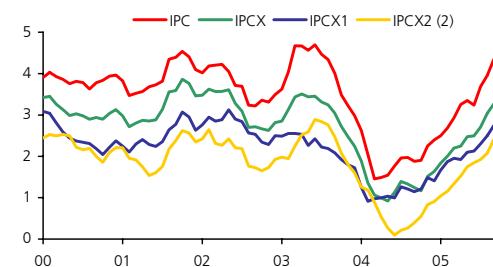
(*) Variación mensual anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

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 a lo previsto. Esta discrepancia obedeció, en gran medida, al importante aumento en el precio de los perecibles, el que estuvo liderado por un incremento mensual de 64% en el precio de las papas, y en menor medida por la influencia del mayor precio de combustibles, el que incidió en los grupos Vivienda y Transporte. En el IPCX, aunque no se observaron diferencias sustanciales, puede afirmarse que el precio de tarifas mayor a lo estimado influyó en la subestimación. Por último, el IPCX1 prácticamente no tuvo diferencias respecto de lo proyectado.

Gráfico 38

Medidas de inflación subyacente (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).

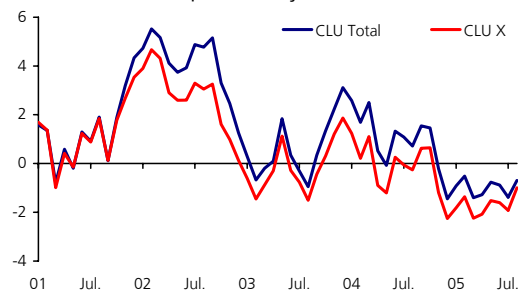
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La velocidad instantánea de incremento de la inflación del IPCX disminuyó respecto del mes anterior, ubicándose en 3,5%. En el caso del IPC e IPCX1, la velocidad aumentó, especialmente en el caso del IPC (gráfico 37). En cuanto a los indicadores de tendencia, todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, continúan con una trayectoria al alzar con movimientos mensuales mayores que en meses pasados (gráfico 38).

Respecto del signo de los cambios de los precios, en septiembre se observó un fuerte aumento de los ítems que suben de precio. Al mismo tiempo, disminuyeron tanto los que bajan como los que no cambian.

Gráfico 39

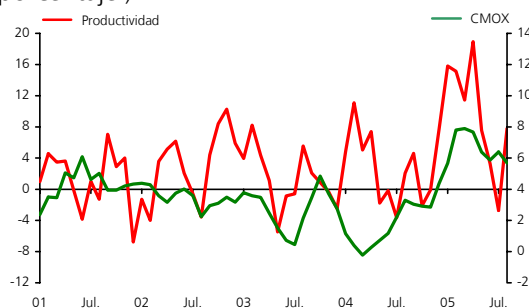
Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico 40

Velocidad de expansión CLU y CMO
(variación mensual anualizada del promedio
móvil trimestral de la serie desestacionalizada,
porcentaje)



Fuentes:
Banco Central de Chile
Instituto Nacional de Estadísticas.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 10,6% en septiembre (8,2% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 3,2% (2,2% 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 una leve baja. Para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y el IPM se observa un comportamiento levemente creciente, siguiendo con la tendencia del mes anterior, y que puede asociarse a la apreciación del peso.

Costos laborales

En agosto el costo de la mano de obra (CMO) mantuvo la tendencia creciente, registrando 5,4% de variación anual, el máximo desde el año 2002. En cuanto al CMOX, también se mantiene la tendencia al alza, llegando a una variación anual de 5,7% (gráfico 39).

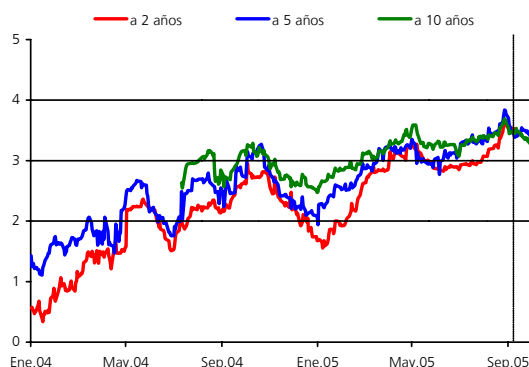
Respecto de los costos laborales unitarios (CLU), la variación anual pasó desde -1,4% en julio a -0,7% en agosto. Al tomar los CLU descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX) se aprecia un comportamiento similar disminuyendo la caída desde -1,9% a -1%, la menor disminución del 2005.

La caída de los CLUX a partir de fines del 2004 y parte del 2005 estaría asociada a un incremento de la productividad, que no fue compensada por la expansión de los CMO. Se estima que la etapa donde la productividad crece a una tasa mayor que los salarios estaría concluyendo, lo que podría generar aumento en los CLU en el futuro (gráfico 40).

6. Expectativas

Gráfico 41

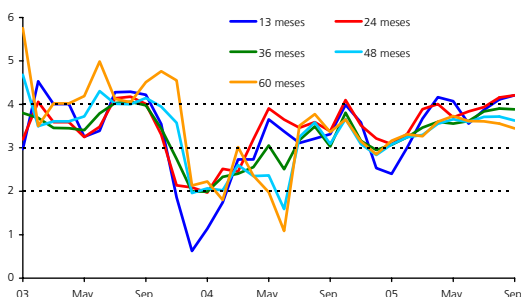
Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 42

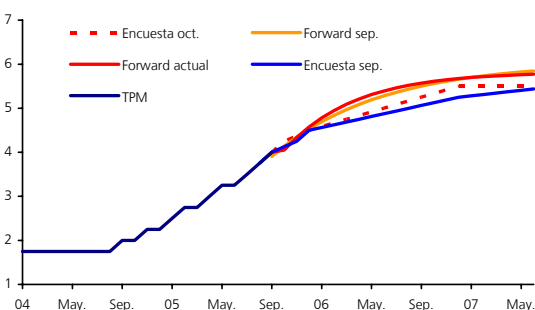
Compensación inflacionaria obtenida a partir de curvas *forward* (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 43

Expectativas para la TPM (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La compensación inflacionaria implícita en los bonos a cinco y diez años ha disminuido (± 15 puntos base), situándose en torno a 3,3% (gráfico 41). A su vez, la compensación inflacionaria que se deduce del diferencial entre curvas *forward* nominal y real^{9/} indica que las expectativas de inflación en septiembre se ubicaron en un rango que va de 3,5 a 4,2%, con registros mayores a los del mes previos a 12 y 24 meses plazo (gráfico 42).

Por otra parte, la encuesta IMCE recoge nuevos incrementos en las expectativas de inflación a un año plazo del sector empresarial, desde 3,2% en el comercio y 3,3% en el sector manufacturero a 3,5% en ambos casos.

La encuesta de expectativas de octubre indica que la inflación esperada a un año plazo aumentó a 3,3% (3,2% en septiembre), mientras a dos años plazo se mantuvo en 3%.

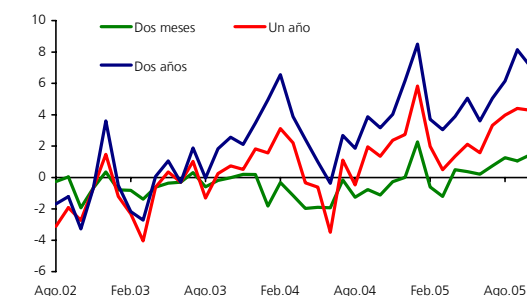
Las expectativas sobre la TPM que se deducen de la curva *forward* se mantienen relativamente estables respecto de los niveles vigentes al cierre de la reunión de septiembre. De la actual curva *forward* se deduce que la TPM estaría en 4,6% en diciembre de este año (4,5% en la RPM anterior) y en 5,7% 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, 25 puntos bases por sobre lo anticipado en la reunión de septiembre. La encuesta de expectativas de octubre refleja que el mercado espera que en la reunión de este mes se suba la TPM en 25 puntos base, para finalizar el año en 4,5%. A diciembre del 2006, anticipa que la TPM estará en 5,5% (gráfico 43).

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de octubre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 4,3% respecto de su nivel actual, valor que llega a 7,1% en dos años plazo.

^{9/} Esta compensación se calcula una vez al mes, utilizando las transacciones de instrumentos de renta fija del Banco Central, efectuadas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico 44

Expectativas de tipo de cambio derivadas de la EEE
(variación esperada al período indicado, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El desaceleramiento de las expectativas de depreciación del tipo de cambio, registrada en la EEE de octubre, indica que los agentes económicos creen que la disminución del TCR es más permanente que los meses previos (gráfico 44).

El cierre estadístico del presente Informe fue el 6 de octubre de 2005.

Este informe es coordinado por la División Estudios. Incluye las contribuciones de Hermann González, Felipe Jaque 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, 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.