

Antecedentes Política Monetaria

FEBRERO 2006

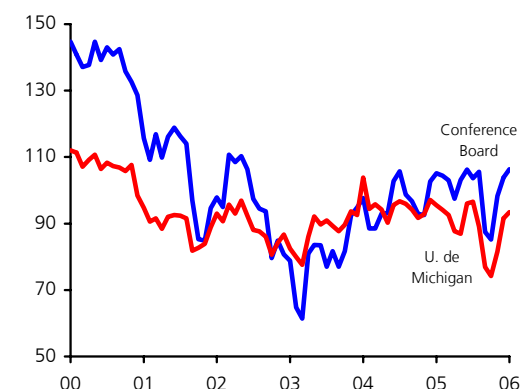


**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

1. Escenario internacional

Gráfico 1

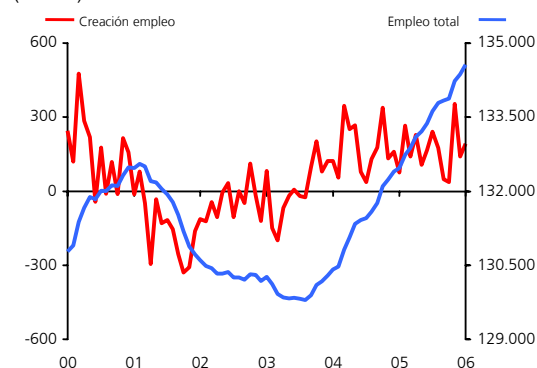
Confianza consumidor de EE.UU.
(índice)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

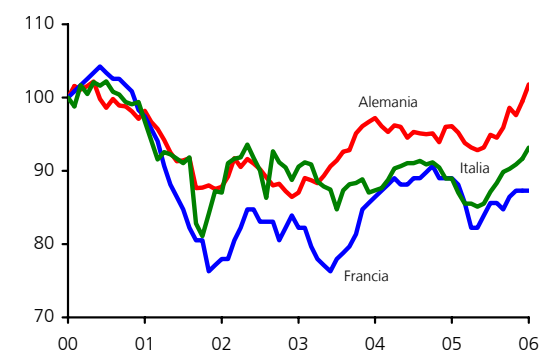
Mercado laboral de EE.UU.
(miles)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

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



Fuente: Bloomberg.

El escenario internacional para la economía chilena continúa muy favorable, con perspectivas de crecimiento para la actividad mundial que se mantienen elevadas y condiciones financieras externas ventajosas. La inflación en las economías desarrolladas ha continuado descendiendo tras las alzas de hace algunos meses por el significativo incremento de los precios de combustibles. Si bien las tasas de interés largo plazo han aumentado, los premios por riesgo soberano han continuado disminuyendo ante una mayor disposición de los inversionistas por tomar posiciones en economías emergentes, favorecidas por el alto precio de los productos básicos.

Los términos de intercambio en Chile han evolucionado positivamente, producto de un precio del cobre que alcanzó máximos nominales históricos y que más que compensó el reciente incremento en el precio del petróleo. En términos de riesgos, el mayor precio de los combustibles ha generado alguna preocupación ante los potenciales efectos que pueda producir sobre la magnitud de los ajustes de la política monetaria en las principales economías desarrolladas y el crecimiento mundial.

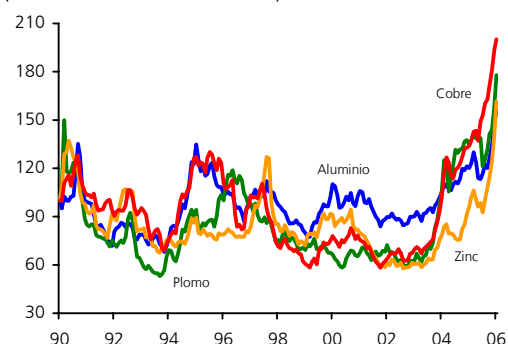
Crecimiento mundial

Los indicadores de actividad para la economía estadounidense siguen señalando un sólido ritmo de expansión, no obstante, la cifra preliminar de crecimiento del PIB del último cuarto del 2005 llegó tan solo a 1,1% trimestre a trimestre anualizado. Por el lado de la demanda, el indicador de diciembre de consumo personal aumentó más de lo esperado, mientras la confianza de los consumidores de enero se muestra firme, apoyada por el positivo desempeño del mercado laboral (aunque menos boyante al esperado por el mercado). La producción industrial y las órdenes de bienes durables de diciembre aumentaron más de lo esperado. Asimismo, la encuesta a gerentes de compras ha seguido mostrando percepciones favorables de las empresas. La mayoría de los indicadores del sector construcción han comenzado a desacelerar gradualmente, lo que sumado a un menor crecimiento de los precios inmobiliarios podría traducirse en un crecimiento más moderado del consumo privado para el mediano plazo (gráficos 1 y 2).

En la Zona Euro, el panorama de actividad mejoró en el último mes. Positivos indicadores de nuevas órdenes industriales para la zona y de expectativas de clima de negocios para Alemania sustentan buenas perspectivas para la inversión y las exportaciones. Las cifras de demanda interna, sin embargo, se mantienen débiles (gráfico 3).

Gráfico 4

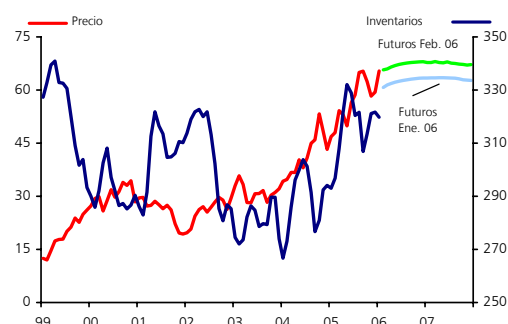
Precios de metales
(índice enero 1990=100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5

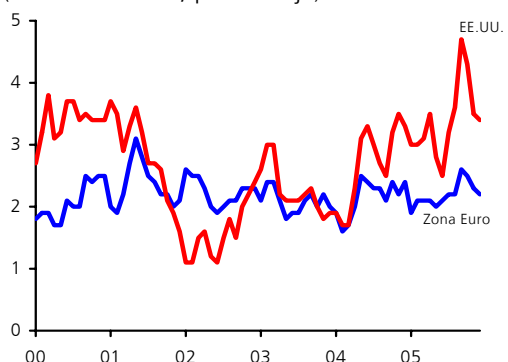
Mercado del petróleo
(precio en dólares por barril, inventarios en millones de barriles)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6

Inflación en economías desarrolladas
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

La economía japonesa continúa mostrando dinamismo. Indicadores de diciembre de producción industrial, ventas minoristas y sector externo mantienen una evolución favorable. Asimismo, el mercado laboral exhibe signos positivos, apoyando la dinámica de la demanda interna.

En China, el crecimiento del cuarto trimestre del 2005 llegó a 9,9% en doce meses. Esta cifra, sumada a positivos indicadores de actividad industrial, ventas minoristas e inversión de diciembre, confirman el dinamismo de la economía. Así, los analistas estarían en proceso de revisión al alza de las proyecciones de crecimiento de esta economía para los próximos dos años.

En América Latina ha continuado el relajamiento de la política monetaria en México y Brasil. No obstante, a futuro se esperan pausas o recortes más moderados en las tasas de interés, debido a temores de que se produzca un traspaso a inflación del mayor precio de combustibles y, en el caso de Brasil, del significativo incremento del salario mínimo. Por su parte, en Argentina se mantiene la política de definir precios consensuados con las empresas como una forma de controlar la evolución de la inflación.

En el balance global, se mantienen las expectativas de crecimiento mundial dinámico en el 2006 y 2007 en línea con el escenario central del IPoM de enero.

Precio de productos básicos

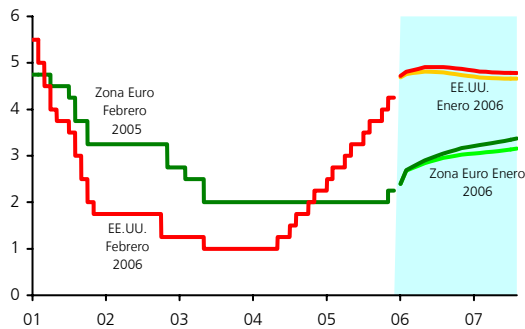
El precio del cobre sobrepasó la barrera de los US\$2,3/libra, alcanzando máximos históricos en términos nominales. Detrás de ello se encuentran indicadores favorables de actividad en las principales economías consumidoras y la alta demanda del sector manufacturero chino para constituir reservas. Se suma a lo anterior una mayor participación de los inversionistas institucionales, tomando posiciones largas. Por el lado de la producción, las estimaciones oficiales apuntan a aumentos moderados en la oferta para el presente año, persistiendo el escenario de bajos inventarios en bolsa (gráfico 4).

El precio del petróleo WTI ha aumentado hasta valores en torno a US\$68/barril, debido principalmente a una mayor preocupación respecto del abastecimiento de combustible, percibiéndose que los riesgos geopolíticos han aumentado. La industria petrolera de Nigeria ha enfrentado cortes de producción y ataques a sus instalaciones de parte de grupos rebeldes. También preocupan las consecuencias del conflicto asociado al programa nuclear iraní^{1/}. Además, en Rusia han surgido problemas con el abastecimiento de gas a Europa. Lo

^{1/} Ambos países representan en conjunto 8% de la producción mundial.

Gráfico 7

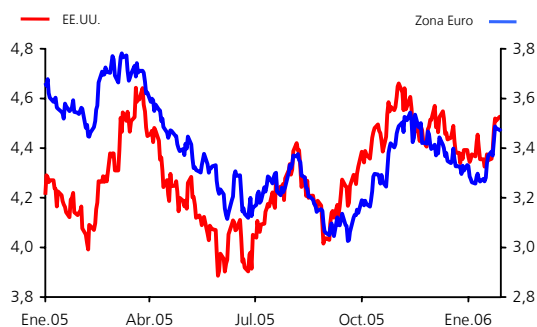
Tasa de política y futuros *libo* a 3 meses
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8

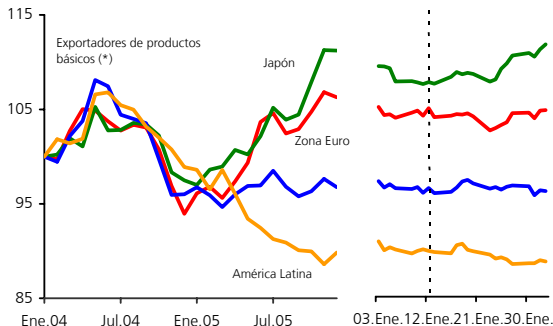
Rendimiento de bonos de gobierno de economías
desarrolladas
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9

Evolución del dólar
(índice enero 2004=100)



(*) Corresponde a promedio simple de las paridades de Australia, Canadá y N. Zelanda.
Para América Latina se pondera cada moneda local a PPC.
Fuente: Bloomberg.

anterior se da en un contexto de escasas holguras en la producción de petróleo y una demanda que se mantendría creciendo durante el año^{2/}. Por otro lado, el margen de refinación de la gasolina se ha reducido ante los positivos reportes de inventarios y holgura generada por condiciones climáticas más favorables en EE.UU. (gráfico 5).

Inflación internacional

La inflación en países desarrollados ha descendido tras los fuertes aumentos derivados del precio de los combustibles. En Estados Unidos, la inflación efectiva de diciembre llegó a 3,4% anual, mientras el deflactor *core* del consumo personal se mantuvo en 1,9% anual (gráfico 6).

En la Zona Euro, la inflación efectiva presenta una trayectoria similar, alcanzando 2,2% anual para igual mes, en tanto el registro subyacente se ubica en 1,4% anual. No obstante, las autoridades monetarias han manifestado el riesgo de un mayor traspaso de precio de los combustibles a la inflación. Finalmente, la inflación subyacente en Japón muestra una variación positiva por segundo mes consecutivo^{3/}.

Mercados financieros internacionales

En línea con lo esperado, en su reunión de enero la Reserva Federal elevó la tasa Fed Funds en 25 puntos base, ubicándola en 4,5%. De acuerdo con los contratos futuros, el mercado espera un incremento adicional, el que podría ocurrir en la reunión de fines de marzo. Asimismo, el mercado no descarta un incremento adicional a 5% hacia fines del segundo trimestre. En la Zona Euro, en tanto, se esperan dos incrementos adicionales durante el primer semestre de este año, que llevarían la tasa de política a 2,75% (gráfico 7).

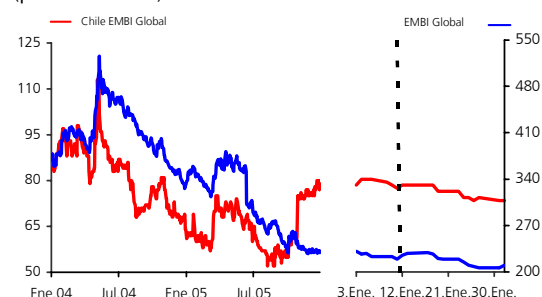
En línea con los positivos indicadores de actividad, las tasas de interés de largo plazo han aumentado respecto de la última reunión. La tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años plazo se ha ubicado en torno a 4,5% (+12 puntos base), mientras que el bono en euros para el mismo plazo se sitúa cerca de 3,5% (+19 puntos base) (gráfico 8).

Después de que el dólar se depreciara respecto del euro, producto de expectativas de un menor diferencial de tasas entre Europa y EE.UU., la moneda ha tendido a fortalecerse, retornando a los niveles registrados hace un mes. En comparación con el yen, el dólar se ha apreciado ante las dudas respecto del inicio de la normalización de la política monetaria japonesa. Esto se ha reflejado en un aumento del

^{2/} Según estimaciones de la OPEP y la Agencia Internacional de Energía, el consumo mundial promedio en el año alcanzaría 85 millones de barriles por día (crecimiento anual de 2%).

Gráfico 10

Premios soberanos de economías emergentes (puntos base)



Fuente: Bloomberg.

diferencial esperado de tasas a favor del dólar para el cierre del año (gráfico 9).

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se han mantenido favorables durante el último mes. Los aumentos en las tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas han sido compensados por disminuciones en los premios soberanos de mercados emergentes. Esto último se asocia a la buena disposición de los inversionistas para tomar posiciones en economías emergentes, favorecidas por el alto precio alcanzado por los productos básicos. Asimismo, los flujos de inversión hacia fondos de cartera a economías emergentes continúan mostrando un desempeño positivo (gráfico 10).

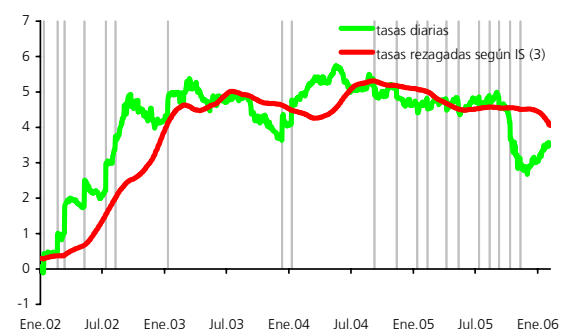
Las paridades de economías emergentes se han mantenido, en general, relativamente estables con respecto al dólar. En América Latina, sin embargo, destaca la apreciación de las monedas de Brasil y México.

^{3/} Esta medida excluye solo alimentos y no excluye combustibles.

2. Mercados financieros en Chile

Gráfico 11

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

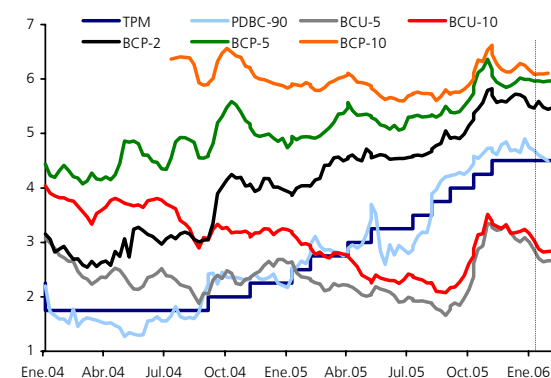


(1) Impulso Monetario = $-0,24 \cdot (\text{TPM nominal} - \text{TPM real neutral}) - 0,22 \cdot (\text{BCU5} - \text{BCU5 neutral})$.
En el estado estacionario este impulso debe ser cero.
(2) Las líneas verticales indican las fechas en que hubo cambio en la TPM.
(3) Se supone que el impulso afecta el crecimiento con dos trimestres de retraso.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

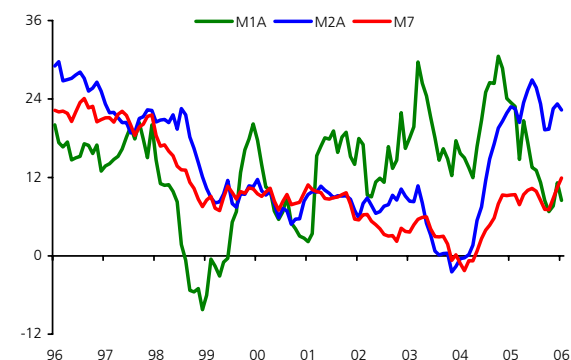
Tasas de interés de instrumentos del BCCh
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Desde los días previos a la RPM de enero, las tasas de interés de los documentos del BCCh han disminuido, junto con una reducción en las expectativas de aumento de la TPM y cierto incremento de la compensación inflacionaria. El crecimiento del financiamiento de hogares y empresas (bancario y no bancario) continúa fuerte. La paridad peso/dólar, luego de depreciarse hasta mediados de enero, en lo más reciente se encuentra en niveles algo superiores a los vigentes para la reunión pasada (gráfico 11).

Tasas de interés instrumentos BCCh

Desde la reunión de enero las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central se han mantenido relativamente estables, ubicándose en 5,5%, 6,0 y 6,1% a dos, cinco y diez años plazo, respectivamente. Por su parte, las tasas de los BCU presentan caídas del orden de 20 puntos base, llegando a 2,7% los BCU-5 y a 2,9% los BCU-10. Esta evolución se explica, en parte, por las mayores expectativas de inflación y por la evolución que tuvieron hasta mediados de mes sus similares externas. La tasa de interés de los PDBC-90 se ha ubicado prácticamente en el mismo nivel que la TPM, reduciendo la brecha que existía en los últimos meses (gráfico 12).

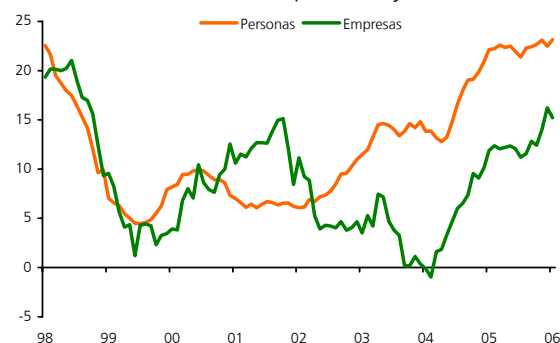
Agregados monetarios

En enero, los agregados monetarios tuvieron comportamientos disímiles. La tasa de crecimiento anual del M1A se redujo a 8,5%, cifra similar a la de los meses previos a diciembre. En este mes, los residuos de corto plazo de la proyección habitual de esta definición de dinero caen a 0%, luego de meses de estar desalineados. Los de largo plazo también disminuyen, aunque en el margen, con lo que mantienen el sesgo positivo. La tasa de crecimiento anual del M2A siguió en torno a 22%, en tanto la del M7 alcanzó a 12%, la mayor variación desde 1998, explicada por el fuerte crecimiento de las tenencias de depósitos en moneda extranjera, los que crecieron en torno a 14% anual (5% mensual), la mayor expansión anual desde el 2002 (gráfico 13). En cuanto a las velocidades de expansión, las del M1A y M2A presentan leves caídas respecto de diciembre. Solo la del M7 se mantiene respecto del mes pasado.

Del resto de los componentes, los depósitos a plazo siguieron expandiéndose en torno a 28% anual, mientras los documentos del BCCh y las letras de crédito redujeron su caída, llegando a -6 y -18% anual, respectivamente. Cabe mencionar que en el último mes las tasas de interés de los depósitos a plazo *prime* se normalizaron, luego de los altos

Gráfico 14

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



(*) Datos de enero del 2006 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 LCH (3)		Comerciales	
		TPP (1)	Tarjetas de crédito (2)	Tasa 4-5% y Dur: 5-6	Tasa 5-6% y Dur: 5-6	Prime (4)	TPP (1)
2002 Prom.	4,05	28,1	33,9	5,11	5,09	4,2	7,7
2003 Prom.	2,73	27,1	32,7	5,02	4,86	3,0	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,04	4,36	1,6	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,69	4,26	3,4	9,7
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	35,6	3,28	3,81	3,8	9,9
Oct.	4,19	25,1	35,0	3,85	4,15	3,6	10,3
Nov.	4,43	25,5	33,6	4,50	4,73	4,4	10,7
Dic.	4,50	26,2	33,6	4,49	4,69	4,7	10,7
2006 Ene.	4,50	27,3		4,30	4,50	4,6	10,8

(1) Tasa promedio ponderada.

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

(3) Tasas de letras de crédito hipotecario con la tasa de emisión indicada.

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

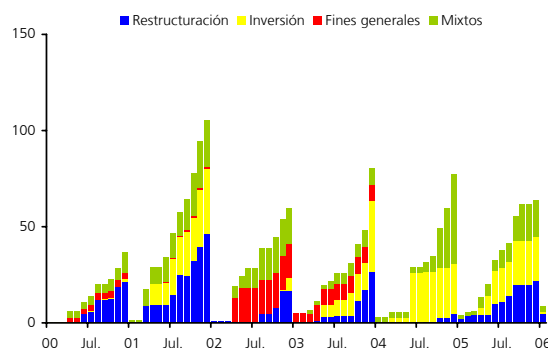
Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico 15

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



(*) Datos de enero son provisorios.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros.

niveles de fines del 2005.

Condiciones de crédito y financiamiento

Con datos preliminares a enero, el crecimiento nominal anual de las colocaciones bancarias siguió aumentando: 18%. Por tipo, los créditos de consumo anotan un crecimiento anual de 28%, aunque aún por debajo del máximo de 1997. Su velocidad de expansión se ubicó sobre 30%, cifra muy superior al promedio del 2005 (22%). Los créditos para la vivienda mantienen un crecimiento anual en torno a 20%, con lo que su velocidad de expansión se mantiene por tercer mes seguido en torno a 18% (gráfico 14).

En enero la tasa de interés de los créditos de consumo aumentó algo más de 100 puntos base respecto de diciembre, sin embargo, esta alza es menor a la esperada por estacionalidad. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario continuaron cayendo durante enero, alcanzando niveles similares al promedio del cuarto trimestre del 2005 (tabla 1).

El crecimiento anual de las colocaciones a empresas, también con datos preliminares a enero, fue de 15%, cifra elevada, aunque algo menor que la de diciembre. Destacó el incremento de igual magnitud de los créditos comerciales, con una velocidad de expansión creciente que alcanza su máximo desde 1997 (19%). Las tasas de interés de los créditos comerciales prácticamente no muestran cambios comparadas con los niveles de los últimos meses del 2005.

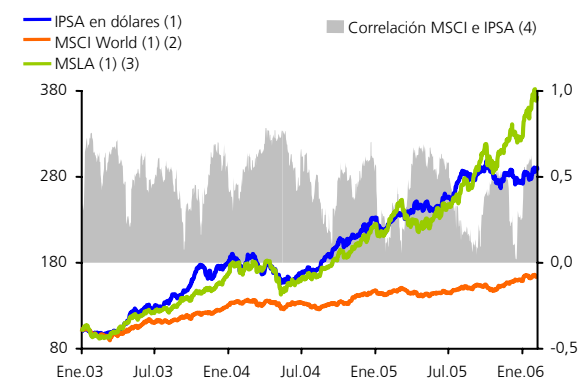
Las fuentes de financiamiento para empresas, alternativas al crédito bancario, han retomado protagonismo, dado el escenario de menores tasas de interés de los instrumentos de renta fija. Así, en enero la emisión de bonos corporativos fue de UF8,7 millones, algo más del doble de la colocación de enero del 2005 (gráfico 15).

Bolsa

En lo que va corrido del año el IPSA ha aumentado —7,7% medido en pesos y 4,7% en dólares—, aunque la bolsa local sigue mostrando una trayectoria distinta a la del resto de las bolsas de la región. En efecto, en igual período las bolsas de Latinoamérica mostraron un incremento muy superior: 14,9% medidas a través del MSCI. En tanto el indicador mundial entrega un aumento más moderado: 3,2% (gráfico 16).

Entre las noticias que han afectado positivamente la bolsa local se encuentra el inicio de la publicación de los resultados de las empresas del cuarto trimestre del 2005, los que hasta el momento han sido favorables.

Gráfico 16
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 y Bloomberg.

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	332,8				98,6	90,4
1990-1999	403,8	152,4	96,9	204,5	92,0	81,2
2002	688,9	119,9	148,8	108,9	97,1	88,5
2003	691,4	124,4	161,0	114,3	104,3	96,1
2004	609,5	113,5	149,6	106,2	99,1	91,5
2005	559,8	107,3	137,6	103,1	95,4	85,6
Oct-05	535,5	102,1	129,1	99,3	91,0	80,9
Nov-05	529,9	100,6	126,2	97,8	89,8	79,0
Dic-05	514,3	97,5	122,9	94,6	87,8	77,5
IPoM Ene-06	515,0	97,8	123,6	95,0		
Ene-06	524,5	100,2	126,7	97,6		

(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 provisionarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio

Hasta la tercera semana de enero, la paridad peso/dólar siguió con la trayectoria de depreciación que traía desde los primeros días del 2005, alcanzando cotizaciones superiores a \$535 por dólar, que, en parte, se asociaron a la depreciación experimentada por otras monedas de la región, la evolución del diferencial de tasas de interés interno-externo y posiblemente al mensaje del IPoM de que existían desalineamientos del tipo de cambio respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo. En lo más reciente, debido al nivel récord del precio del cobre, se ha apreciado cotizándose entre \$525 y 530.

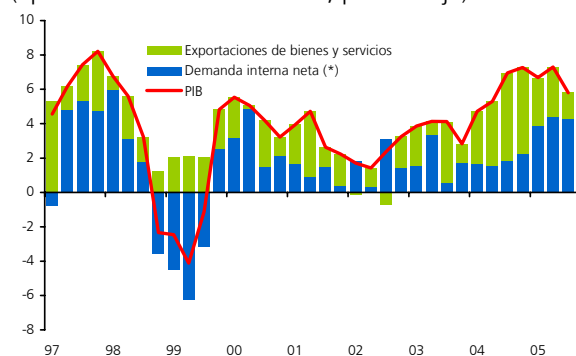
Comparado con canastas de monedas, la evolución del peso desde los días previos a la RPM de enero ha mostrado depreciaciones similares a la del peso frente al dólar, siendo inferior solo aquella respecto del TCM-5: 1,1%, 0,2 y 1,1% frente al TCM, TCM-5 y TCM-X, respectivamente (tabla 2).

Durante las últimas semanas los diferenciales de tasas de interés interno-externo nominal y real han continuado con la trayectoria descendente, acumulando una caída del orden de 20 puntos base el nominal y 30 puntos base el real, trayectorias coherentes con la depreciación del peso.

3. Demanda agregada

Gráfico 17

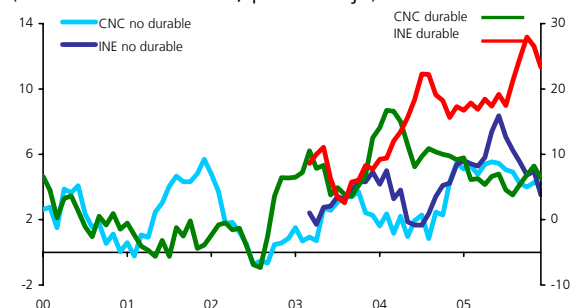
Demanda agregada
(aporte al crecimiento anual, porcentaje)



(*) Demanda interna menos importaciones de bienes y servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 18

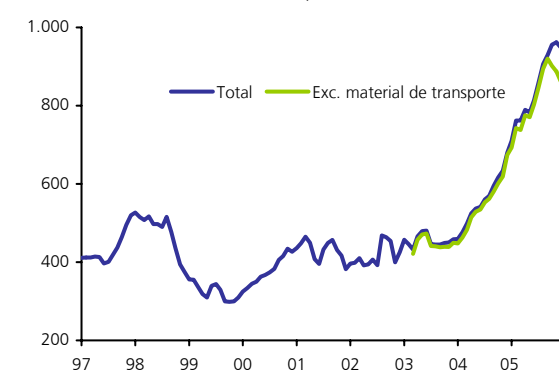
Consumo durable y habitual
(variación real anual, porcentaje)



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

Gráfico 19

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Los indicadores más recientes dan cuenta de un menor crecimiento anual de la demanda interna para el cuarto trimestre del 2005 respecto de los trimestres previos (gráfico 17).

Consumo y existencias

En diciembre el índice de expectativas del consumidor, medido por la Universidad de Chile mejoró respecto de septiembre, alcanzando un máximo histórico. El mayor optimismo se explicó por las mejores perspectivas en todos los subíndices. En enero las expectativas del consumidor, medidas por el IPEC, registraron un nivel de 58,5, cifra superior en cuatro puntos al valor del mes anterior. Este nivel de optimismo en los consumidores chilenos no se observaba desde comienzos de 1998. A su vez, los indicadores parciales de consumo habitual de diciembre muestran tasas de crecimiento anual menores a las del mes previo, pero con velocidades de expansión estables (gráfico 18).

Los indicadores parciales de consumo durable, en tanto, evidencian una moderación significativa, con tasas de crecimiento anual y velocidades de expansión disminuidas. Dentro de este componente del consumo, las ventas de automóviles nuevos (ANAC) son las que más se desaceleran: -0,9% en diciembre versus 17,2% en noviembre. En todo caso, este comportamiento del consumo durable no genera preocupación, dada la evolución favorable del mercado laboral, las atractivas condiciones financieras y las expectativas de los hogares.

En cuanto a las existencias, el IMCE de enero reflejó comportamientos similares a los del mes previo. Mientras minería mantuvo inventarios en niveles neutros, comercio aumentó las existencias no deseadas e industria las disminuyó levemente. Así, a nivel agregado, se aprecia que el exceso de inventarios se ha ido reduciendo levemente, acercándose a los niveles neutros.

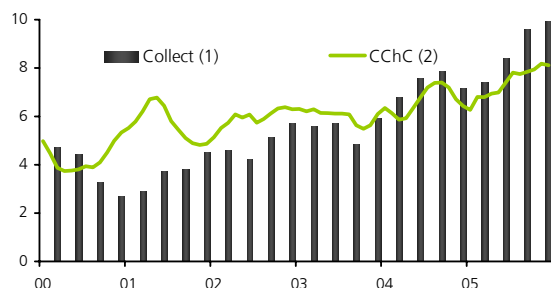
Formación bruta de capital fijo

En enero, el componente de maquinaria y equipo (48,3% de la FBCF) presentó un menor crecimiento anual —aunque todavía elevado— por segundo mes consecutivo. Las importaciones de bienes de capital de enero, con un crecimiento de 23,5% real anual, registraron una velocidad de expansión muy inferior a la observada en el mes previo (gráfico 19).

En cuanto al componente de edificación (33% de la FBCF),

Gráfico 20

Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago
(miles de unidades, series desestacionalizadas)



(1) Miles de unidades vendidas en un trimestre.

(2) Miles de unidades vendidas en el trimestre móvil terminado en el mes.

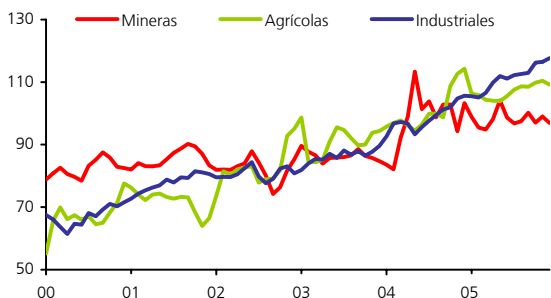
Fuentes:

Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

Collect.

Gráfico 21

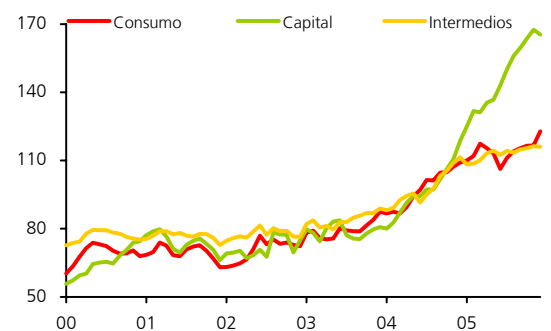
Exportaciones mensuales sectoriales
(índice cantidad 2004=100, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 22

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



Fuente: Banco Central de Chile.

en el cuarto trimestre las ventas de vivienda nuevas del Gran Santiago aumentaron 20,5% anual según Collect, cifra que aunque inferior a la del trimestre previo (36,1%) permite alcanzar el máximo nivel desde el cuarto trimestre de 1996. Para diciembre, en tanto, la CChC registró un incremento de 16,3%, acumulando en el año un crecimiento anual de 12% (gráfico 20).

El IMCE de enero mantuvo la evaluación optimista de las expectativas empresariales (56), aunque estas se redujeron por cuarto mes consecutivo (-2,8 puntos), explicado por un menor optimismo en los sectores minería (-14,5 puntos, por menores expectativas en demanda y producción esperada) y construcción (-1,4 puntos). Excluyendo minería, el índice se mantiene constante.

Política fiscal

En diciembre, el balance presupuestario del Gobierno Central acumulado en doce meses llegó a 4,9% del PIB. Ello en un contexto de una expansión anual de los ingresos presupuestarios acumulado en doce meses superior a la del mes previo y un crecimiento de los gastos presupuestarios algo menor (18,9 y 6,7%, respectivamente). Durante el cuarto trimestre del 2005, la gestión financiera del Gobierno Central arrojó un saldo de 1% del PIB anual estimado, con lo que en el año acumuló un superávit fiscal global de 4,8% del PIB⁴. En el 2005, el gasto total creció 6,5% y los ingresos totales 19,1%.

Exportaciones e importaciones

En diciembre, las exportaciones de bienes FOB se ubicaron en cifras del orden de US\$3.700 millones (12% anual). Esta elevada cifra se debió, principalmente, al buen desempeño del sector minero, aunque debido a efectos de la base, la variación en doce meses es menor a la registrada en noviembre (gráfico 21). Con esto, en el 2005 se acumularon exportaciones FOB por US\$39.500, 23% más que en el 2004.

En diciembre, el valor de las importaciones de bienes CIF fue del orden de US\$2.700 millones (14% anual), cifra inferior a la del mes anterior. Este menor nivel se explica por inferiores importaciones de todos los componentes, excepto consumo que se mantuvo relativamente estable respecto de noviembre (gráfico 22). Así, en el 2005 se acumularon importaciones CIF por US\$32.500 millones, 31% más que en el 2004.

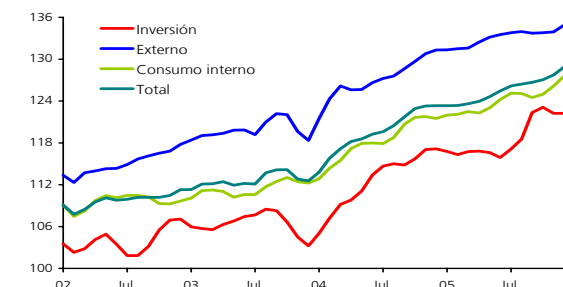
Para el 2005, el saldo de balanza comercial acumulado alcanzó cerca de US\$9.200 millones.

⁴/ Incluye balance extrapresupuestario.

4. Actividad y mercado laboral

Gráfico 23

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



(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

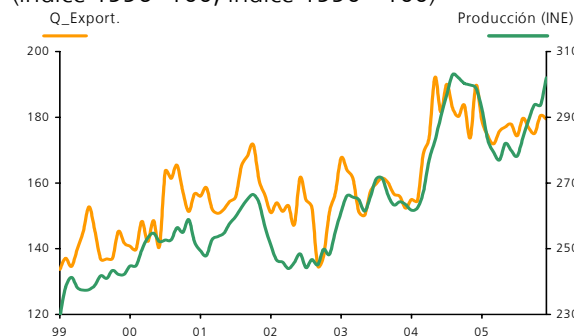
(2) Las ponderaciones son: sector externo 27%, inversión 17% y consumo 56%.

(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.

Gráfico 24

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

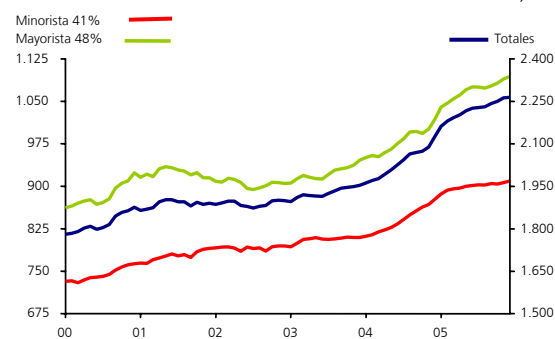


(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

Gráfico 25

Ventas del comercio (1) (2)
(miles de millones de pesos de 1996, promedio móvil trimestral de series desestacionalizadas)



(1) Ventas obtenidas de la declaración mensual de pago simultáneo de impuestos.

(2) Ponderaciones corresponde al promedio del 2004.

Fuentes: SII y Banco Central de Chile.

Actividad

En diciembre la tasa de crecimiento anual del IMACEC fue de 5,3%, resultado similar a lo esperado por el mercado en la encuesta de expectativas del BCCh de enero. Esta cifra implica una velocidad de expansión que cae marginalmente a valores algo por sobre 5%.

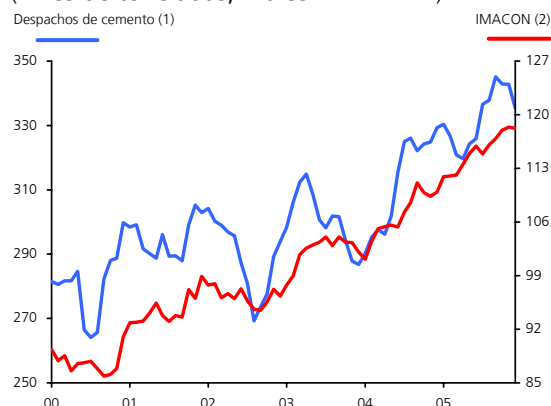
Industria fue uno de los sectores más dinámicos de la economía ese mes, validando que la desaceleración observada en parte del segundo semestre no persistió. Por destinos de la producción, las ramas ligadas a la inversión crecieron por sobre el agregado (9,7% anual), los sectores asociados al mercado interno crecieron 6,2% anual, continuando con la tendencia creciente del mes previo, y los sectores exportadores lo hicieron por debajo del total de industria (4,1% anual), aunque sus niveles crecieron en los últimos datos (gráfico 23).

La actividad minera acentuó la recuperación de niveles observada desde mediados del 2005. Esto se corrobora con el indicador de producción minera del INE, que creció 6,7% anual en diciembre. Por su parte, el volumen de las exportaciones mineras continuó con la tónica de los meses anteriores, observándose caídas anuales en torno a 18%, aunque los niveles desestacionalizados se mantuvieron en el margen (gráfico 24).

Comercio creció por debajo del promedio de la actividad. El menor crecimiento del ítem automóviles nuevos y usados explica en gran medida esta cifra, los que pasaron de crecer cerca de 20% anual en noviembre a 5,7% en diciembre. Por una parte, las ventas mayoristas del comercio obtenidas del SII continuaron la trayectoria creciente observada en los meses previos y las ventas minoristas han mantenido los niveles estables desde mediados del 2005. Por otra parte, el indicador de ventas de bienes de consumo del INE creció 6,2% real anual, cifra inferior al crecimiento promedio del resto de los meses del 2005 (gráfico 25).

La actividad de la construcción tuvo una evolución por debajo de la actividad global, aunque dentro de lo considerado en el escenario base del IPoM. Esta desaceleración del crecimiento es corroborada tanto por los indicadores del INE como por los de la CChC. Los despachos de cemento y materiales de construcción (CChC) también muestran una desaceleración en el margen (gráfico 26).

Electricidad, gas y agua (EGA) creció por sobre la actividad promedio. El componente de la energía hidráulica explicó

Gráfico 26Indicadores de edificación
(miles de toneladas; índice 1996=100)

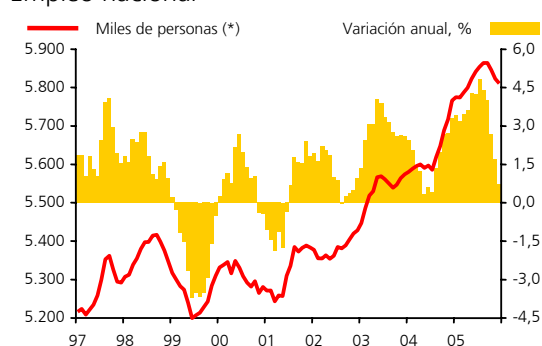
(1) Promedio móvil de serie desestacionalizada.

(2) Serie original.

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

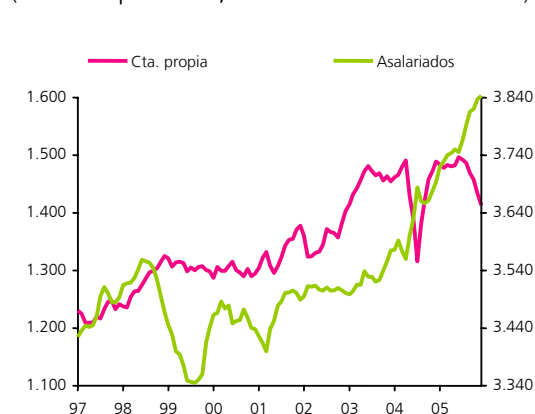
Gráfico 27

Empleo nacional



(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 28Empleo por categoría en la ocupación
(miles de personas, series desestacionalizadas)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

buena parte de este comportamiento, manteniendo una tasa de crecimiento del orden de 27% anual, mientras la energía térmica siguió con tasas de variación inferiores a -15% anual.

Mercado laboral

Según datos del INE, en el trimestre móvil finalizado en diciembre, la tasa de crecimiento anual del empleo llegó a 0,7%, equivalente a un incremento de 42 mil nuevos puestos de trabajo. Esta cifra es baja si se compara con la creación anual promedio de 173 mil puestos en el 2005 (gráfico 27). En términos desestacionalizados, el empleo total cae en aproximadamente 13 mil puestos de trabajo. Por su parte, el empleo privado alcanzó una tasa de crecimiento anual de 0,5%, continuando así con la tendencia decreciente que comenzó en el trimestre finalizado en agosto. Descontando efectos estacionales, se observó el mismo comportamiento decreciente.

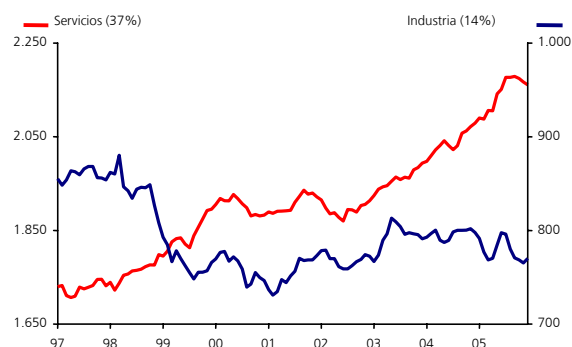
Por categoría ocupacional, siguen siendo los asalariados los impulsores del empleo (con una tasa de crecimiento anual de 4,0%), mientras los empleados por cuenta propia continúan con tasas de variación anual negativas y cayendo en el margen en términos desestacionalizados (gráfico 28). Según datos de la Universidad de Chile, en el Gran Santiago también es el empleo asalariado el motor del empleo total, a la vez que los empleados por cuenta propia disminuyen.

A nivel sectorial, nuevamente el empleo ligado a servicios, y en especial el de servicios financieros, fue el más dinámico. La mayoría de los restantes sectores presentó en el trimestre móvil finalizado en diciembre variaciones anuales negativas, entre los cuales se pueden mencionar construcción (-0,4%), industria (-3,7%) y comercio (-1,1%). Descontando efectos estacionales, destacó el leve repunte del empleo ligado al sector industrial (gráfico 29).

La tasa de desempleo nacional se ubicó 0,9 punto porcentual por debajo de la de igual trimestre del año anterior. Esta es la tasa más baja observada en este trimestre desde 1997. En términos desestacionalizados llegó a 7,9%, aumentando 0,1 punto porcentual con respecto al trimestre móvil anterior, dado un leve aumento de los desocupados en el margen. En promedio para el 2005 la tasa de desempleo bordeó el 8,0%, el promedio más bajo desde 1998 (gráfico 30). En la Región Metropolitana la tasa de desempleo cayó 1,4 punto porcentual con respecto al año pasado y descontada estacionalidad disminuyó 0,1 punto porcentual con respecto a noviembre. Según datos de la Universidad de Chile en diciembre en el Gran Santiago la tasa de desempleo se ubicó 0,9 punto porcentual por debajo de la tasa de diciembre del 2004, debido a una baja de aproximadamente 17 mil personas desocupadas. Descontando estacionalidad, la tasa

Gráfico 29

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

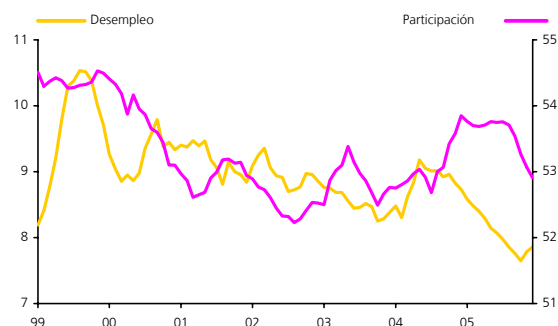
aumentó 0,5 punto porcentual (gráfico 31).

La tasa de participación laboral cayó tanto a nivel nacional como en su apertura por género, mientras para jóvenes y población primaria se mantuvo estable. Así, la fuerza de trabajo registró una variación anual negativa, situación que no se observaba desde septiembre del 2002.

Finalmente, en enero las vacantes de trabajo aumentaron fuertemente en doce meses y, descontando estacionalidad, cayeron levemente.

Gráfico 30

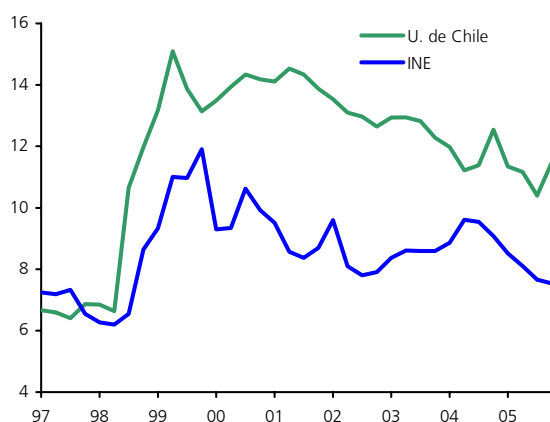
Tasa de desempleo y participación
(porcentaje, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 31

Tasa de desempleo
(porcentaje)



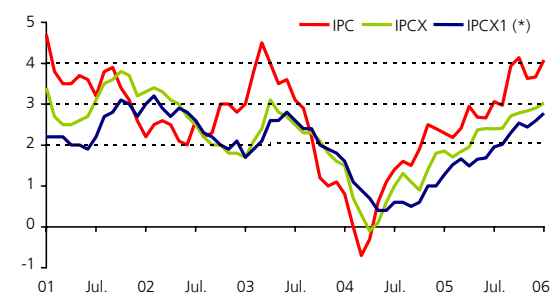
(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Universidad de Chile.

5. Precios

Gráfico 32

IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)

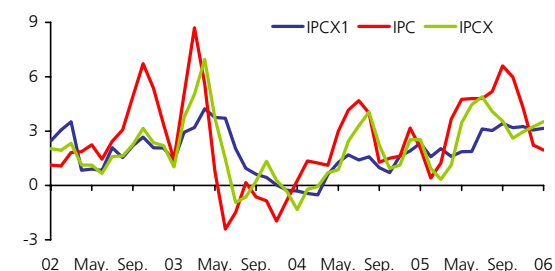


(*) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

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

Gráfico 33

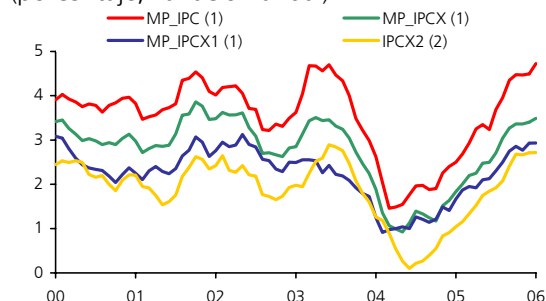
IPC, IPCX e IPCX1
(variación mensual anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada, porcentaje)



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

Gráfico 34

Indicadores de tendencia inflacionaria
(porcentaje, variación anual)



(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.

En enero el IPC tuvo una variación mensual de 0,1%, cifra que fue de 0% 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 3,0% y el del IPCX1 en 2,8% (gráfico 32). Las velocidades de expansión de la inflación del IPCX1 y del IPCX aumentaron respecto del mes anterior, mientras la del IPC continúa cayendo, aunque de manera más moderada (gráfico 33).

Durante enero el principal aumento de precios afectó al grupo Transportes (1,6%), presentándose alzas más moderadas en Salud (0,4%), Equipamiento de la Vivienda (0,1%) y Otros (0,1%). Los precios promedio del grupo Vestuario cayeron en 0,8% y también hubo bajas en los precios de la Alimentación (-0,6%) y la Vivienda (-0,2%), mientras que Educación y Recreación no presentaron variación.

Así, todas las medidas de inflación resultaron por sobre lo proyectado en la reunión anterior.

Luego de tres meses de estabilidad, las medias podadas del IPC e IPCX presentaron alzas durante enero, mientras la del IPCX1 y el IPCX2 siguieron con el comportamiento estable de los meses anteriores (gráfico 34).

Respecto de la dirección de los precios, en enero se observó una disminución tanto de los ítem que bajan como los que suben de precio, observándose un incremento en los que no cambian.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 12,8% en enero (11,2% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,7% (2,8% el mes anterior).

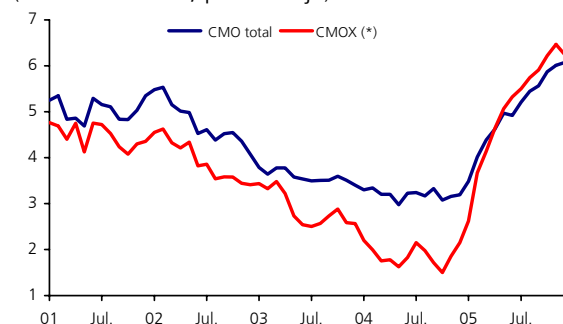
El IPC de bienes transables (IPCT) presentó un fuerte incremento en su tasa de variación anual 4,9% (3,9% el mes anterior). Por su parte, el IPC de bienes no transables bajó de 3,3 a 3,2% anual.

Márgenes

De acuerdo con la última información conocida, las medidas de márgenes presentaron una leve alza tanto para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP, como para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y en el IPM.

Gráfico 35

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.

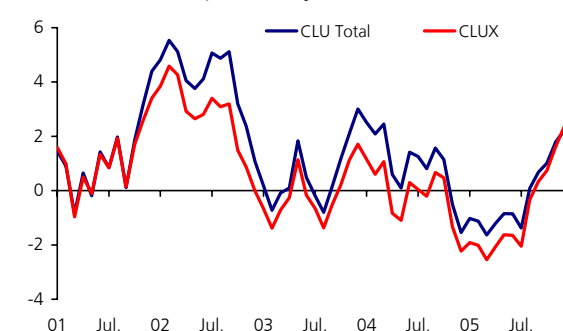
Costos laborales

En diciembre la tasa de incremento del costo de la mano de obra (CMO) mantuvo la tendencia creciente de los meses previos, llegando a 6,1% anual. En cuanto al CMOX, la tasa de crecimiento se redujo, lo que no ocurría desde octubre del 2004, llegando a una variación anual de 6,2% (gráfico 35).

A su vez, la variación anual de los costos laborales unitarios (CLU) continuó incrementándose, pasando desde 1,8% en noviembre a 2,2% en diciembre. Al tomar los CLU descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar: pasan de un aumento de 1,6 a 2,4% (gráfico 36). En todo caso, en los últimos meses la velocidad de expansión de los CLU ha caído de manera importante, llegando al mínimo desde mayo del año pasado.

Gráfico 36

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



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

6. Expectativas

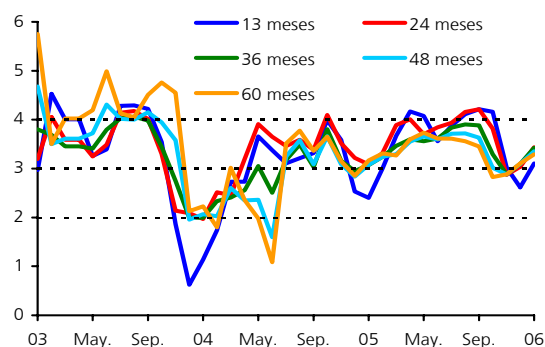
Gráfico 37

Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables (porcentaje)



Gráfico 38

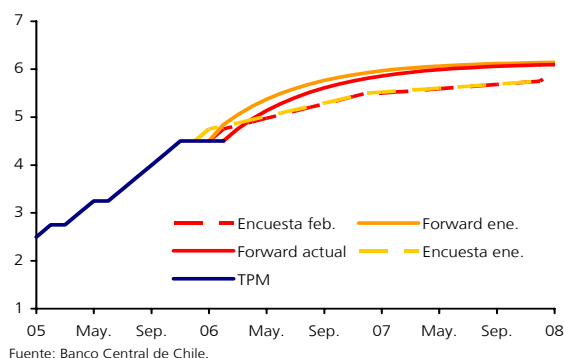
Compensación inflacionaria obtenida a partir de curvas *forward* (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 39

Expectativas para la TPM (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La compensación inflacionaria aumentó nuevamente, coincidiendo con el incremento en el precio del petróleo. El alza fue de entre 20 y 50 puntos base dependiendo del plazo: 2,8% a dos años y 3,2% a cinco y diez años (gráfico 37). En la obtenida de curvas *forward* con datos promedio mensual, todos los plazos se alinean algo sobre 3% (gráfico 38).

La encuesta de expectativas económicas (EEE) de febrero anotó mayores expectativas de inflación a un año plazo: desde 3,0 a 3,1%. A dos años se mantuvo en 3%.

Las expectativas sobre la TPM deducidas de la curva *forward* se han reducido desde la reunión de enero. Así, de la actual curva *forward* se deduce que la TPM subiría a 4,75% este mes, situándose en 5,4% en julio y en 5,8% en diciembre del 2006 (5,6 y 5,9% para el IPoM de enero, respectivamente). Alternativamente, a partir de la evolución de los contratos *swaps* de tasas de interés fija/cámara se deduce que la TPM se situaría en 5,75% a fines de año. La EEE de febrero indica que los analistas esperan un alza de la TPM de 25 puntos base esta reunión, mientras que para fines de año siguen esperando que la TPM se sitúe en 5,75% (gráfico 39).

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la EEE de febrero señalan que el mercado espera una depreciación del peso a un año plazo del orden de 4%, valor que llega a 7% a dos años plazo.

El cierre estadístico del presente informe fue el 7 de febrero de 2006.

Este informe es producido por la División de Estudios. Incluye las contribuciones de Erika Arraño, Daniel Calvo, Macarena García, Hermann González, M. Carolina Grünwald, Felipe Jaque, Andrea Sánchez, Silvia Tapia, Marcela Urrutia, Tatiana Vargas e Ivonne Vera.

La suscripción a través de correo electrónico de esta publicación debe ser solicitada directamente a bcch@bcentral.cl o al Departamento Publicaciones de 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.