

# Antecedentes Política Monetaria

DICIEMBRE 2005



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

# 1. Escenario internacional

**Gráfico 1**

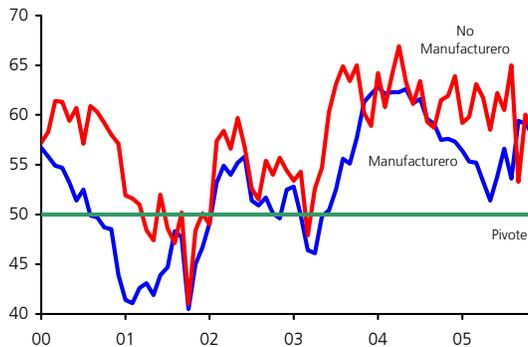
Confianza consumidor de EE.UU.  
(índice)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 2**

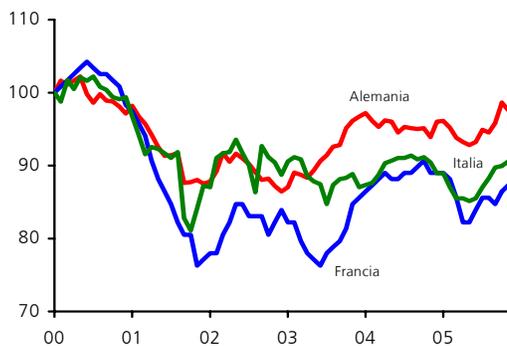
ISM, encuestas a gerentes de compras de EE.UU.  
(índice)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 3**

Clima de negocio de la zona euro  
(índice enero 2000=100)



Fuente: Bloomberg.

El escenario internacional para la economía chilena se muestra favorable, con buenas cifras efectivas de crecimiento de la actividad mundial, perspectivas que se mantienen positivas y condiciones financieras externas ventajosas. La inflación subyacente en las economías desarrolladas se mantiene contenida, lo que unido a la caída en el precio de los combustibles, ha llevado a menores tasas de interés de largo plazo durante el último mes. Los términos de intercambio se aprecian más favorables, destacando los niveles alcanzados por el precio del cobre y el descenso en el precio del petróleo, que retornó a los niveles previos a los huracanes que afectaron al Golfo de México. En cuanto a riesgos, la menor inflación atenúa las preocupaciones de incrementos más acelerados en las tasas de interés internacionales y el descenso en el precio del petróleo disminuye los riesgos de ajustes en el crecimiento mundial.

## Crecimiento mundial

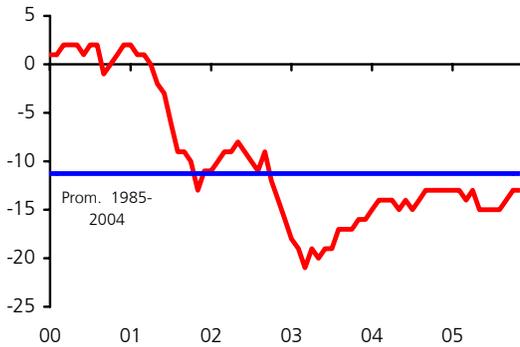
Los indicadores de actividad para la economía estadounidense han fortalecido sus perspectivas de crecimiento. Destaca la revisión del crecimiento del PIB del tercer trimestre —4,3% t/t anualizado— ante una demanda interna más dinámica que lo anticipado. La confianza de los consumidores sorprendió positivamente en noviembre, apoyada por menores precios de combustibles y mejores perspectivas del mercado laboral. Se observa una evolución favorable en las percepciones de los gerentes de compras de empresas (encuesta ISM), dando cuenta de una demanda interna que se mantiene dinámica. En este mismo sentido, las órdenes de bienes durables, ventas minoristas y ventas de viviendas aumentaron más de lo esperado durante octubre. La producción industrial, por su parte, mantiene un alto crecimiento (gráficos 1 y 2).

En la zona euro los indicadores de actividad apoyan un panorama algo más favorable. El crecimiento del tercer trimestre llegó a 2,5% t/t anualizado, apoyado por el mayor dinamismo de la inversión y las exportaciones. No obstante, los indicadores de confianza de consumidores no muestran recuperación, dando cuenta de una demanda interna que se mantiene débil. En línea con ello, el último trimestre del año mostraría una desaceleración en el crecimiento (gráficos 3 y 4).

La economía japonesa mantiene una dinámica positiva. El crecimiento de 1,7% t/t anualizado en el tercer trimestre estuvo por encima de lo que se proyectaba. Asimismo, los indicadores de octubre de actividad industrial, órdenes de maquinarias y sector externo continúan mostrando una

**Gráfico 4**

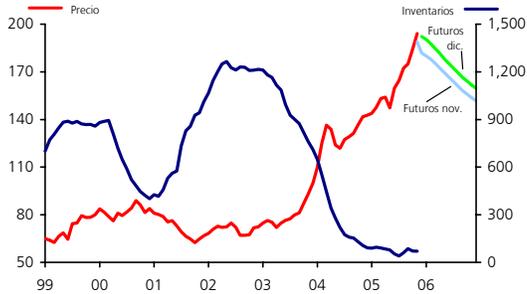
Confianza consumidor de la zona euro  
(Balance porcentual)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 5**

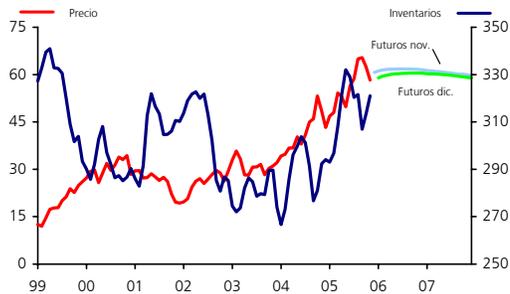
Mercado del cobre  
(centavos de dólares por libra, inventarios en miles de toneladas métricas)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 6**

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



Fuente: Bloomberg.

evolución favorable. No obstante, las ventas minoristas registraron un leve descenso, dando señales de algún suavizamiento en el ritmo de expansión de la economía.

En China, los indicadores de consumo privado, actividad industrial e inversión de octubre reflejan el fuerte dinamismo de esta economía. Esto llevó a revisar marginalmente al alza sus expectativas de crecimiento para el próximo año.

En América Latina destaca la evolución, por sobre lo que se anticipaba, de la actividad económica en Argentina. No obstante, los mercados financieros han reaccionado con preocupación ante el reciente cambio de gabinete en ese país, que anticipa una política de mayores controles de precios. En México y Brasil las proyecciones de crecimiento se han mantenido relativamente estables ante el continuo relajamiento de la política monetaria en ambas economías, luego de una evolución en el crecimiento del tercer trimestre que estuvo por debajo de lo que se esperaba.

En el balance global, la expansión mundial el 2005 y 2006 se prevé algo más dinámica que en meses pasados, destacando las mejores perspectivas para Japón y Europa.

**Precio de productos básicos**

El precio del cobre se ha situado sobre US\$1,95/libra, alcanzando un nuevo máximo histórico nominal en los primeros días de diciembre. Esto ante una demanda que se mantiene dinámica y niveles producción por debajo de lo anticipado<sup>1/</sup>. Las perspectivas de mediano plazo apuntan a un crecimiento moderado en la oferta de cobre, con una demanda que se mantendría dinámica, lo que podría extender más de lo previsto la etapa favorable del ciclo de éste precio (gráfico 5).

Las fluctuaciones del precio del petróleo observadas en las últimas semanas han estado fuertemente influidas por los cambios en las condiciones climáticas, más o menos favorables de lo que se preveía, en el noreste de EE.UU. A ello se suman estimaciones de mayor producción de los países de la OPEP, declaraciones de los representantes de este organismo respecto de la conformidad con el actual nivel de precios y revisiones a la baja en las proyecciones de demanda mundial de petróleo por parte de la Agencia Internacional de Energía (gráfico 6).

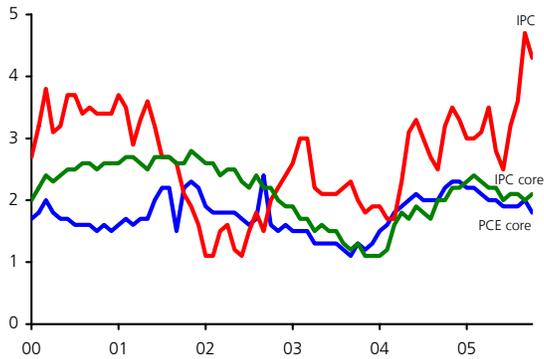
**Inflación internacional**

Los menores registros de inflación han atenuado la preocupación respecto de la trayectoria de la inflación en los

<sup>1/</sup> Particularmente importante ha sido también la actividad especulativa, ante la incertidumbre asociada a un contrato futuro de venta por parte de un operador del State Reserve Bureau de China, que implica una pérdida financiera significativa.

**Gráfico 7**

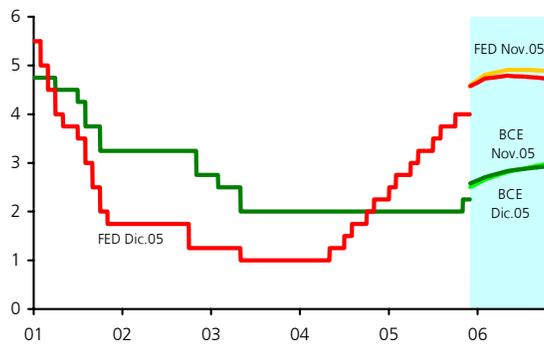
Inflación de EE.UU.  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 8**

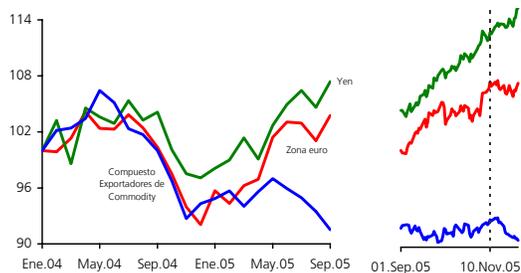
Tasa de política y futuros *libo* a 3 meses  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 9**

Evolución del dólar  
(índice enero 2004=100)



Fuente: Bloomberg.

países desarrollados. En Estados Unidos, la inflación efectiva de octubre se redujo a 4,3% anual, mientras el deflactor del consumo personal para el mismo mes descendió a 1,8% anual. En la zona euro, la inflación efectiva también muestra un descenso, 2,5% anual, en tanto la medida subyacente se ubica en 1,4% anual. Las cifras anteriores dan cuenta de un escaso traspaso del aumento del precio de combustibles al resto de los precios (gráfico 7).

**Mercados financieros internacionales**

El descenso de la inflación en EE.UU. y preocupación más acotada respecto de su trayectoria por parte de la Fed, han generado expectativas de que la tasa *Fed Funds* llegaría a un máximo de 4,75% hacia mediados del 2006. En la zona euro, en línea con las expectativas, el Banco Central aumentó en 25 puntos base la tasa de política, hasta 2,25%. En el 2006 se sumarían dos incrementos adicionales, que llevarían la tasa a 2,75% (gráfico 8).

En línea con un panorama inflacionario más controlado, las tasas de interés de largo plazo han descendido respecto de la última reunión, aunque aún se ubican por encima de los niveles prevalecientes a mediados. La tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años plazo se ha ubicado en torno a 4,5% (-4 puntos base respecto del valor vigente al cierre de la reunión de noviembre), mientras que para el bono en euros para el mismo horizonte se sitúa cercana a 3,4% (-13 puntos base).

El dólar se ha mantenido relativamente estable con respecto al euro, ante mantención del diferencial de tasas de interés esperado entre ambas economías. Respecto de las monedas de países exportadores de *commodities* el dólar muestra un debilitamiento. No obstante en relación al yen, la moneda estadounidense se ha apreciado ante la mayor solidez de las perspectivas de crecimiento de esta última (gráfico 9).

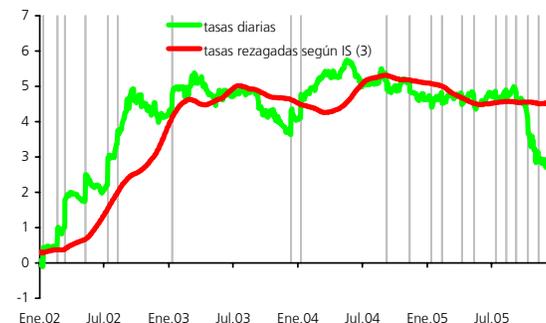
Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes han mejorado en el margen, producto de caídas en las tasas de interés de largo plazo y en los premios soberanos. En el caso de Argentina, no obstante, el *spread* muestra un aumento significativo, por la ya señalada preocupación de los mercados respecto de la política económica en ese país.

Los flujos de fondos de cartera a economías emergentes reflejan la favorable evolución de las condiciones de financiamiento, con cifras positivas durante el último mes.

## 2. Mercados financieros

**Gráfico 10**

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

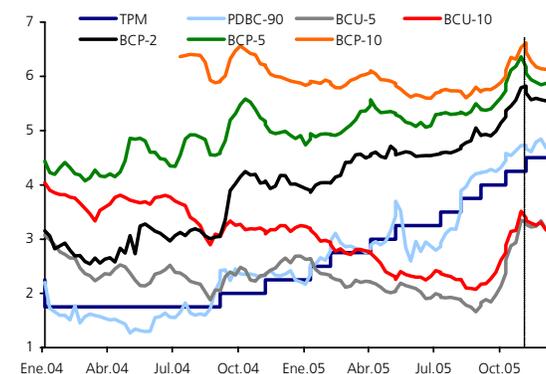


(1) Impulso Monetario =  $-0,24 \cdot (\text{TPM nominal} - \text{TPM real neutral}) - 0,22 \cdot (\text{BCU5} - \text{BCU5 neutral})$ .  
En el estado estacionario este impulso debe ser cero.  
(2) Las líneas verticales indican las fechas en que hubo cambio en la TPM.  
(3) Se supone que el impulso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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 11**

Tasas de interés de instrumentos del BCCh  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 12**

Agregados monetarios  
(variación nominal anual, porcentaje)

Tomando como referencia la reunión de noviembre, se verifica una disminución de las tasas de los documentos del BCCh, junto con un aplanamiento de la curva forward y de las expectativas de aumento de la TPM y una caída de la compensación inflacionaria. El crecimiento del financiamiento de hogares y empresas (bancario y no bancario) continúa robusto, aunque con un menor protagonismo de los bonos. La paridad peso/dólar se ha apreciado, evolución posiblemente asociada a la mejora en los términos de intercambio (gráfico 10).

### Tasas de interés instrumentos BCCh

Desde la reunión de noviembre las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central han disminuido entre 20 y 60 puntos base, ubicándose en 5,5%, 5,9 y 6,1% a dos, cinco y diez años plazo, respectivamente. Las tasas de los BCU también presentan caídas, aunque menores, alcanzando valores de 3,2% para los BCU-5 y BCU-10. La tasa de interés de los PDBC-90 mantiene en promedio el margen de +40 puntos base sobre TPM, al igual que los meses previos (gráfico 11).

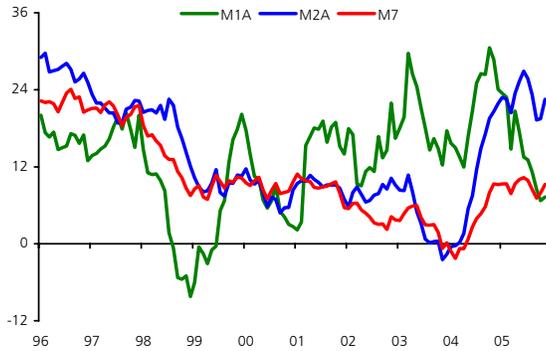
### Agregados monetarios

En noviembre, la tasa de crecimiento anual de los distintos agregados monetarios fue superior a la del mes anterior: 7,5% el M1A, 22,6% el M2A y 9,3% el M7 (gráfico 12). Los residuos de la proyección habitual de dinero M1A de corto plazo se mantienen en torno a la media, mientras los de largo plazo continúan con el sesgo positivo superior a una desviación estándar. Las velocidades de expansión también presentan leves incrementos respecto de octubre.

Por componentes, los depósitos a plazo se expandieron por sobre 28% anual, mientras los documentos del BCCh tuvieron la mayor caída desde principios de año —10% anual— y las letras de crédito siguieron con variaciones del orden de -20% anual.

### Condiciones de crédito y financiamiento

Con datos preliminares a noviembre, el incremento nominal anual de las colocaciones bancarias se elevó respecto de los meses anteriores, ubicándose en torno a 15% (gráfico 13). Por tipo, los créditos de consumo alcanzaron la mayor tasa de variación anual desde fines de 1997: 27% (equivalente a un crecimiento de 3,2% mensual). Su velocidad de expansión se ubicó en 22%, cifra similar al promedio del año. Los créditos para la vivienda mantienen un crecimiento en torno a 20%,



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 13**

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



(\*) Datos de noviembre 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.	3.03	25.4	33.9	3.50	4.17	3.2	8.7
2004 Oct.	2.00	23.4	33.9	3.86	4.10	1.7	7.2
Nov.	2.16	24.0	33.5	3.78	4.05	2.3	8.0
Dic.	2.25	23.8	31.8	4.03	4.35	2.2	7.8
2005 Ene.	2.42	25.4	32.5	3.85	4.30	2.3	8.2
Feb.	2.65	26.8	32.4	3.71	4.51	2.7	8.8
Mar.	2.75	24.0	32.9	3.67	4.37	2.5	9.1
Abr.	2.94	25.7	33.6	3.60	4.47	2.9	9.1
May.	3.14	26.6	34.2	3.64	4.23	3.0	10.0
Jun.	3.25	27.1	35.0	3.19	4.19	3.1	9.5
Jul.	3.40	26.6	35.2	3.22	3.84	3.5	10.2
Ago.	3.66	26.6	35.5	3.35	3.80	3.6	10.0
Sep.	3.94	26.4		3.28	3.81	3.8	9.9
Oct.	4.19	25.1		3.85	4.15	3.6	10.3
Nov.	4.43	25.5		4.50	4.73	4.4	10.7

(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.

con lo que su velocidad de expansión se redujo hasta 13%, luego de varios meses en torno a 20%.

En noviembre la tasa de interés de los créditos de consumo aumentó, aunque algo menos de lo esperado dada la habitual estacionalidad. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario continuaron registrando incrementos durante noviembre, alcanzando niveles similares a los de comienzos del 2004 (tabla 1).

La tasa de crecimiento anual de las colocaciones a empresas, también con datos preliminares a noviembre, fue de 15%, la mayor cifra del año. Destacó el crecimiento de igual magnitud de los créditos comerciales, con una velocidad de expansión que se aceleró hasta 15%. La tasa de interés promedio de los créditos comerciales aumentó 40 puntos base en noviembre, sin embargo el incremento fue el doble para la tasa de interés de colocaciones *prime*.

Las fuentes de financiamiento para empresas distintas del crédito bancario se han visto afectadas por la mayor volatilidad de las tasas de interés del mercado de renta fija y por los resultados de las últimas colocaciones de acciones. En noviembre no hubo emisión de bonos corporativos, con lo que el acumulado en el año (UF62 millones) es solo 3,5% superior al acumulado en igual período del 2004 (gráfico 14). A pesar de la postergación en la colocación de algunos bonos, aún se espera que se coloquen UF17,7 millones adicionales, con lo que el 2005 cerraría con una emisión del orden de UF80 millones, cifra similar a la del 2004.

**Bolsa**

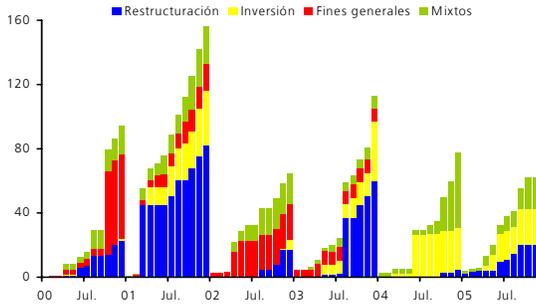
Durante noviembre se materializaron tres colocaciones de acciones por un monto total de UF16 millones, correspondiendo la gran mayoría a acciones de primera emisión en bolsa. Para lo que resta del año está anunciada una colocación de acciones de primera emisión por un monto aproximado de UF4,5 millones, con ello se acumularía durante el año UF64 millones, cifra muy superior a los promedios históricos. Con todo, hay que destacar que el interés de los inversionistas por participar en las últimas colocaciones ha sido menor que el registrado durante el 2004 y comienzos del 2005 (gráfico 15).

Desde el cierre de la reunión de noviembre el IPSA ha disminuido 0,3% medido en pesos, pero en dólares ha aumentado 2,2%. Con ello la variación acumulada durante el año de este indicador es de 11,8% medido en pesos y 20,7% en dólares.

Entre las noticias que han afectado los rendimientos de la bolsa se encuentran, por un lado, el anuncio de retiro del país

**Gráfico 14**

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



(\*) Datos de noviembre son provisorios.

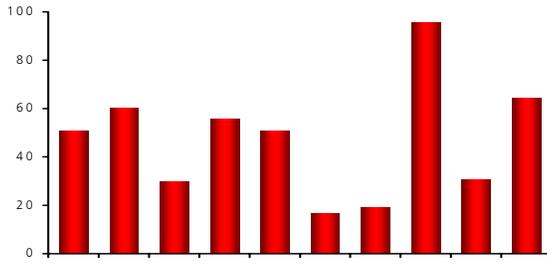
Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros.

**Gráfico 15**

Emisión de acciones (Millones de UF)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**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)	TCR-5 (2)
1986-1997 Prom.	333				98.6	90.4
1990-1999 Prom.	404	152.4	96.9	204.5	92.0	81.2
2002 Prom.	689	119.9	148.8	108.9	97.1	88.5
2003 Prom.	691	124.4	161.0	114.3	104.3	96.1
2004 Prom.	610	113.5	149.6	106.2	99.1	91.5
2005						
IPoM Ene.	568	108.8	142.9	103.3		
IPoM May.	575	111.8	144.9	106.7		
Jun.	585	112.1	143.0	106.4	99.2	88.1
Jul.	576	109.9	139.3	104.9	97.2	85.9
Ago.	547	105.1	133.5	102.5	93.2	82.4
IPoM Sep.	540	104.2	132.3	101.7		
Sep.	537	103.2	131.1	100.7	91.1	80.4
Oct.	535	102.1	129.1	99.3	89.8	79.0

(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.

Fuente: Banco Central de Chile.

del principal fondo de inversión de capital extranjero y los resultados menores a lo esperado en el sector bancario y, por otro, la firma del tratado de libre comercio con China.

Los mercados internacionales presentaron aumentos en sus indicadores bursátiles, especialmente América Latina, con una variación de 6,0% medida a través de MSCI. Las bolsas mundiales presentaron un aumento más moderado, 3,2%.

### Tipo de cambio

Desde el cierre de la reunión de política monetaria de noviembre la paridad peso/dólar se ha apreciado 4,2%, llegando a cotizarse cerca de \$510 por dólar, los días previos al cierre de este informe. Esto puede atribuirse a la mejora de los términos de intercambio, que se corrobora en las apreciaciones de monedas de países cuya canasta exportadora, y a algunas tendencias de otras monedas de la región.

La evolución internacional del dólar no fue determinante en la apreciación del peso, lo que se ve en las diferentes medidas de tipo de cambio multilateral las que registraron variaciones similares a las del tipo de cambio nominal: 4,3%, 1,6 y 4,4% frente al TCM, TCM-5 y TCM-X<sup>2</sup>, respectivamente (tabla 2).

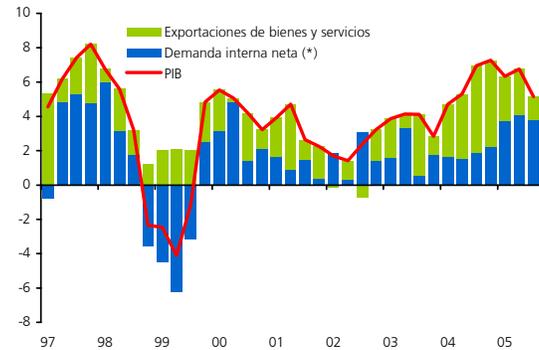
Durante las últimas semanas los diferenciales de tasas de interés interno-externo nominal y real han disminuido 20 puntos base. Con estas variaciones, el diferencial nominal se mantiene en torno al nivel que ha presentado durante la mayor parte del año, mientras que el diferencial real experimentó cierta reversión a la fuerte alza registrada desde comienzos de año.

<sup>2/</sup> 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.

### 3. Demanda y cuentas externas

**Gráfico 16**

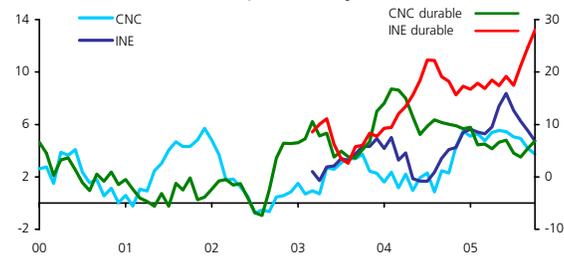
Consumo habitual y durable  
(variación real anual, porcentaje)



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

**Gráfico 17**

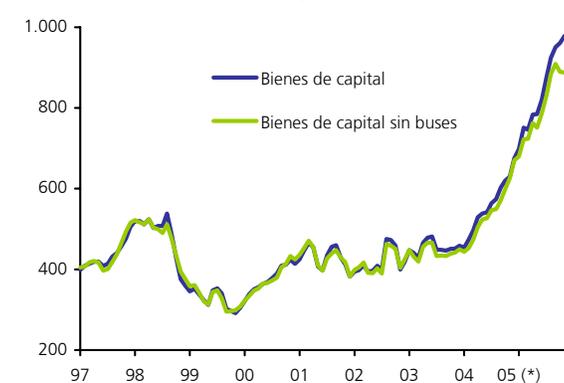
Consumo durable y durable  
(variación real anual, porcentaje)



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

**Gráfico 18**

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



(\*) Dato de noviembre provisional.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Por un lado, los datos de crecimiento y gasto estimados para el tercer trimestre dan cuenta que el mayor empuje a la demanda agregada continuó proviniendo de la demanda interna neta<sup>3/</sup>. Por otro, los indicadores más recientes no dan cuenta de cambios relevantes en el panorama del consumo privado, aun cuando el bajo crecimiento del consumo habitual en octubre podría ser indicativo de algún efecto de los elevados precios del petróleo. El crecimiento anual de la inversión en maquinaria y equipos de la FBCF se mantiene en niveles altos aunque menores a los del mes anterior, todo ello dentro de lo esperado (gráfico 16).

#### Consumo y existencias

En noviembre las expectativas del consumidor, medidas por el IPEC, mejoraron respecto del mes previo, superando el nivel neutral. El mayor optimismo se explicó por las mejores perspectivas de largo plazo. A su vez, los indicadores parciales de consumo habitual de octubre indican tasas de crecimiento anual menores que el mes previo, aunque con velocidades de expansión estables (gráfico 17).

Los indicadores parciales de consumo durable, en tanto, evidencian en general un sostenido dinamismo —con velocidades de expansión estables y elevadas— y altas tasas de crecimiento anual. Las ventas de automóviles nuevos (ANAC) presentan un menor crecimiento anual que en el mes previo (18,4% versus 40,9% anual), aunque alcanzaron un máximo histórico en términos de niveles desestacionalizados.

El cierre preliminar de existencias para el tercer trimestre del año indica que el nivel acumulado de estas en el último año sigue, al igual que en el primer semestre del año, manteniéndose en torno a 2% del PIB. Para el cuarto trimestre, el IMCE de noviembre señala que el exceso de inventarios se ha ido reduciendo levemente, acercándose a los niveles neutros.

#### Formación bruta de capital fijo

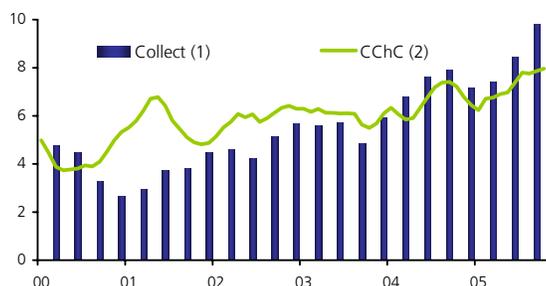
En noviembre el componente de M&E (43,6% de la FBCF), presentó un menor crecimiento anual —aunque todavía elevado— que en el mes anterior. Las importaciones de bienes de capital de noviembre, con un crecimiento cercano a 42% real anual, registraron una velocidad de expansión que fue algo superior a la observada en el mes previo (gráfico 18).

En cuanto al componente de edificación (33% de la FBCF), en el tercer trimestre las ventas de vivienda nuevas del Gran

<sup>3/</sup> Excluye importaciones de bienes y servicios.

**Gráfico 19**

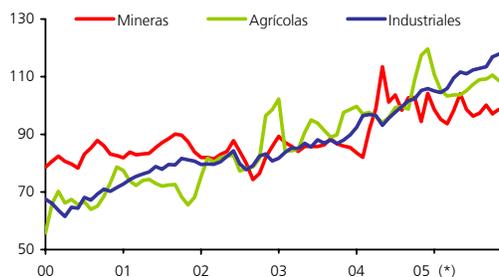
Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago (miles de unidades desestacionalizadas)



(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 20**

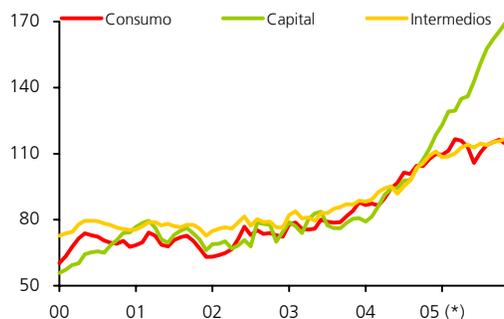
Exportaciones mensuales sectoriales (índice cantidad 2004=100, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



(\*) Dato de noviembre provisional.  
 Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 21**

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



(\*) Dato de noviembre provisional.  
 Fuente: Banco Central de Chile.

Santiago aumentaron 36,1% anual según Collect (19% en el primer semestre). Así, se alcanzó el máximo nivel observado desde el cuarto trimestre de 1996. Para octubre, en tanto, la CChC registró un incremento de 21,2% (gráfico 19).

El IMCE de noviembre mantuvo la evaluación optimista de la las expectativas empresariales (59,3), aunque estas se redujeron por segundo mes consecutivo (-3,1 puntos) explicado por un menor optimismo en todos los sectores.

### Política fiscal

En octubre, el balance presupuestario del Gobierno Central acumulado en doce meses subió a 5,0% del PIB. Ello en un contexto de menor crecimiento anual de los ingresos presupuestarios y mayor expansión de los gastos presupuestarios que el mes anterior (13,8 y 6,3%, respectivamente).

El 90% de los ingresos presupuestarios, medidos por los ingresos tributarios, cobre bruto e imposiciones previsionales, redujeron su tasa de crecimiento en los últimos meses como reflejo de la alta base de comparación ya alcanzada.

### Exportaciones e importaciones

En noviembre, las exportaciones de bienes FOB se ubicaron en cifras del orden de US\$3.500 millones (35% anual). Esta cifra, superior a la de octubre, se debió principalmente al buen desempeño del sector minero (gráfico 20).

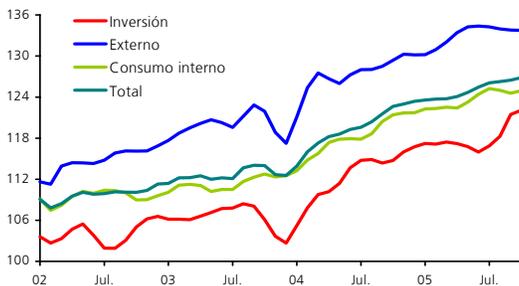
En noviembre, el valor de las importaciones de bienes CIF fue del orden de US\$2.800 millones (24% anual), cifra menor a la del mes anterior. Este menor nivel se explica por menores importaciones de todos los componentes de importaciones (gráfico 21).

Para el tercer trimestre, el saldo de balanza comercial acumulado en doce meses alcanzó a cerca de US\$8.700. A su vez, el saldo de la cuenta corriente acumulado en el año móvil terminado en el tercer trimestre alcanzó a -0,2% del PIB (0,7% en el trimestre anterior).

## 4. Actividad y empleo

**Gráfico 22**

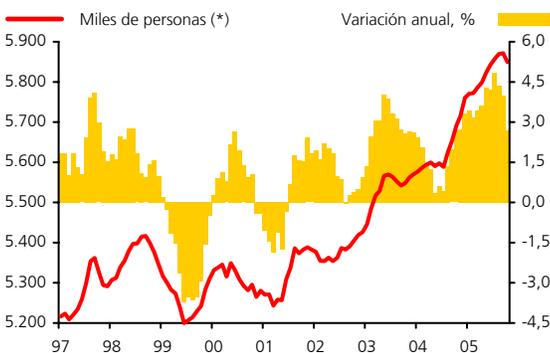
Producción industrial por destino (1) (2) (3)  
(índice, 1996=100)



(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 23**

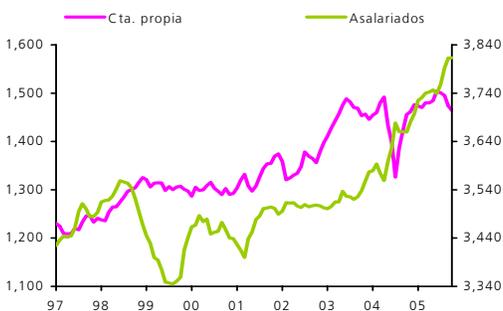
Empleo nacional



(\*) Serie desestacionalizada.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 24**

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

### Actividad

En octubre la tasa de crecimiento anual del IMACEC llegó a 4,9%, valor inferior a los de meses previos, con una velocidad de expansión también del orden de 5% anual.

Industria creció por debajo de la actividad agregada, con niveles que en tendencia continuaron creciendo. Por componentes, las ramas destinadas al consumo interno crecieron por sobre el agregado (3,9% anual), mientras que las destinadas a la inversión y el mercado externo lo hicieron por debajo (2,4 y 1,8% anual) (gráfico 22).

La actividad de la minería continuó con la tónica de los meses anteriores, observando caídas anuales de su producción. De acuerdo con el índice de producción minera del INE, en noviembre la actividad del sector tuvo una caída de 5,5% anual, promediando un descenso por sobre el 4% en lo que va del cuarto trimestre. Su nivel no obstante continúa aumentando.

Comercio continuó siendo uno de los sectores con mayor crecimiento de la economía.

La actividad de la construcción siguió mostrando niveles altos, pese a ello se espera atenué su tasa de crecimiento, debido a que las principales obras de ingeniería y viales se encuentran en la etapa final (metro, merval y proyecto Nueva Aldea de celulosa). Los permisos de edificación (INE), despachos de cemento y de hormigón (CChC) se mantienen dinámicos, aumentado 10 y 19% anual, respectivamente.

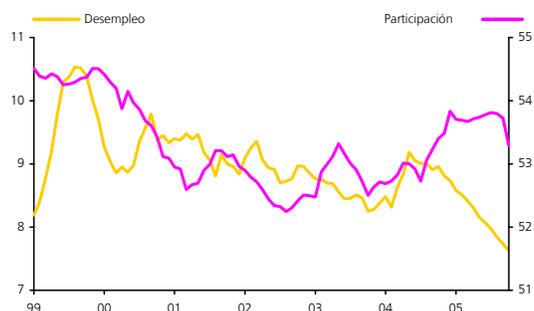
EGA creció por sobre la actividad, manteniendo los niveles del mes previo. La generación de energía hidráulica (CDEC), creció 27% anual en octubre luego de haber mostrado cifras en torno al 40% durante los meses previos. En tanto, la energía térmica continuó cayendo (-17% anual).

### Mercado laboral

Según datos del INE, en el trimestre móvil finalizado en octubre la tasa de crecimiento anual del empleo llegó a 2,7%, equivalente a un incremento de 153 mil nuevos puestos de trabajo (gráfico 23). En términos desestacionalizados, aunque el empleo total disminuyó con respecto al trimestre móvil anterior (en aproximadamente 17 mil puestos de trabajo), el empleo asalariado se mantuvo prácticamente estable. La mayor parte de la caída en el empleo total se concentró en la ocupación por cuenta propia, habitualmente más inestable que el resto de las categorías (gráfico 24).

**Gráfico 25**

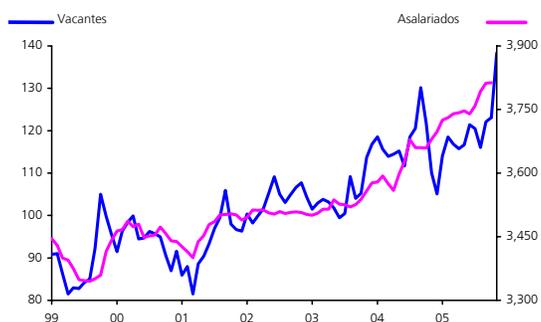
Tasa de desempleo y participación  
(porcentaje, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 26**

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



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

A nivel sectorial, el empleo industrial cayó por cuarto mes consecutivo, registrando una variación anual de -3,9%. En términos desestacionalizados la disminución fue de 1.500 puestos de trabajo con respecto al trimestre móvil anterior. Destacó por su dinamismo el sector de servicios financieros (8,8% del empleo total) que registró una variación anual de 9,2%.

La tasa de desocupación nacional llegó a 8,1%, 1,3 puntos porcentuales por debajo de la de igual trimestre del año anterior. Descontando estacionalidad la tasa de desempleo fue de 7,6%, 0,1 punto porcentual menor a la del trimestre móvil anterior. Estas bajas se explican por una disminución en la cantidad de los desocupados mayor a la disminución de la fuerza de trabajo. De hecho, respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, los desocupados disminuyeron en 11 mil personas (equivalentes a una disminución del 2,2%) mientras la fuerza de trabajo mostró una baja equivalente a 0,4%, descontando estacionalidad (gráfico 25).

En la Región Metropolitana la tasa de desempleo cayó 2,2 puntos porcentuales con respecto al año pasado y en términos desestacionalizados disminuyó 0,1 punto porcentual con respecto al trimestre móvil precedente.

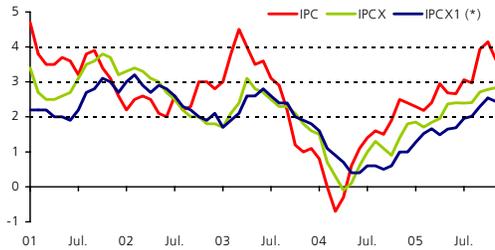
A nivel nacional la tasa de participación cayó de forma generalizada, luego de varios meses de relativo estancamiento. La mayor caída se dio en la tasa de participación femenina que disminuyó 0,3 punto porcentual con respecto al trimestre móvil anterior.

En noviembre las vacantes de trabajo aumentaron fuertemente en doce meses. Descontando estacionalidad, aumentaron en aproximadamente 1.700 ofrecimientos de trabajo (gráfico 26).

## 5. Precios

**Gráfico 27**

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.

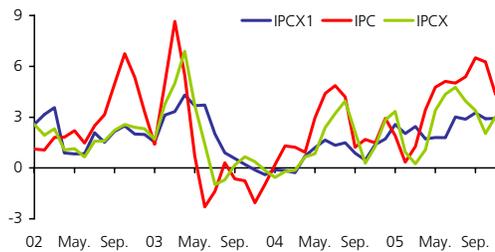
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En noviembre el IPC tuvo una variación mensual de -0,2%, cifra que fue de 0,3% para el IPCX y de 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 3,6%, mientras el del IPCX se situó en 2,8% y el del IPCX1 en 2,4% (gráfico 27). La velocidad de la inflación del IPCX1 se mantuvo respecto del mes anterior, a la vez que la del IPC cayó y la del IPCX subió (gráfico 28).

Los mayores incrementos de precios se observaron en los grupos Otros (1,8%) y Alimentación (0,6%), mientras que se presentaron aumentos menores en Vivienda (0,1%), Salud (0,1%) y Educación y Recreación (0,1%). Por otra parte, se registraron disminuciones en Transportes (-2,8%) y Equipamiento de la Vivienda (-0,1%). El grupo Vestuario no presentó variación mensual en el promedio de sus precios.

**Gráfico 28**

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



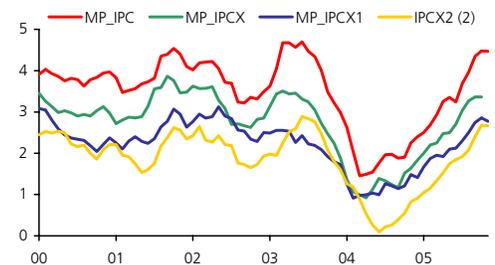
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Todas las medidas de inflación tuvieron diferencias importantes respecto de lo proyectado la reunión anterior, encontrándose el IPCX1, el IPCX y el IPC por debajo de lo proyectado. Con respecto a las proyecciones de inflación de corto plazo contenidas en el IPoM de septiembre, el actual escenario no difiere sustancialmente para el caso del IPC, aunque se observa un IPCX1 algo por debajo.

Al igual que el mes anterior, los indicadores de tendencia inflacionaria, IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, se observaron estables, esto luego de varios meses de aumento continuo (gráfico 29).

**Gráfico 29**

Indicadores de tendencia inflacionaria (1)  
(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.

Respecto de la dirección de los precios, en noviembre se observó una disminución de los ítemes que no cambian de precio. Al mismo tiempo que aumentaron los que bajan y se mantuvieron constantes los que suben de precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 10,9% en noviembre (11,2% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 3,3% (2,8% el mes anterior).

El IPC de bienes transables (IPCT) y no transables (IPCN) mostraron descensos en sus tasas de variación anual, ubicándose en 3,2 y 3,9% respectivamente (4,1 y 4,0% el mes anterior).

### Márgenes

Las medidas de márgenes se mantuvieron prácticamente inalteradas de acuerdo con la última información conocida, esto tanto para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP, como para la medida de márgenes de

**Gráfico 30**

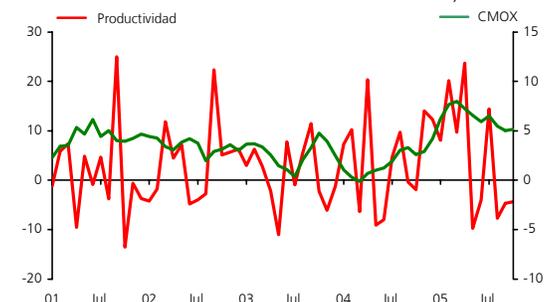
Costo de la mano de obra por hora  
(variación anual, porcentaje)



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

**Gráfico 31**

Productividad y CMO  
(variación mensual anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada)



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

durables incluidos en el IPC y el IPM.

### Costos laborales

En octubre la tasa de incremento del costo de la mano de obra (CMO) mantuvo la tendencia creciente de los meses previos, llegando a 5,9% anual. En cuanto al CMOX, también mantiene la tendencia creciente, llegando a una variación anual de 6,2% (gráfico 30). Esta trayectoria de los salarios es coherente con la evolución de sus determinantes habituales, entre ellos la inflación pasada<sup>4</sup>.

A su vez, la variación anual de los costos laborales unitarios (CLU) también continuó incrementándose, pasando desde 0,7% en septiembre a 1% en octubre. Al tomar los CLU descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar pasando de un incremento de 0,3% a 0,7%. En todo caso, en los últimos meses la velocidad de expansión de los CLU ha aumentado hasta cifras del orden de 10% anual.

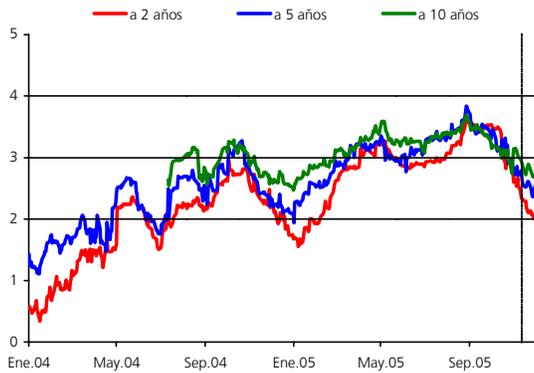
El aumento de los CLUX seguiría asociado a una menor expansión de la productividad, que no es compensada por el aumento de los CMO (gráfico 31).

<sup>4</sup>/ Estos partir de la observación de los residuos de una ecuación de cambio en los salarios —excluido EGA y minería— que tiene como determinantes la inflación rezagada, el crecimiento de la productividad y el desempleo.

## 6. Expectativas

**Gráfico 32**

Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables (porcentaje)

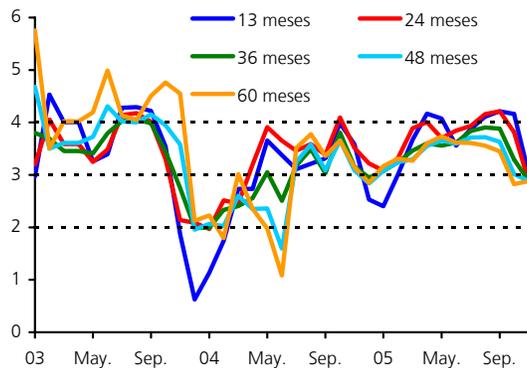


Fuente: Banco Central de Chile.

La compensación inflacionaria continuó disminuyendo, coincidiendo con el descenso del precio del petróleo. Aquella implícita en los bonos a cinco y diez años disminuyó entre 20 y 30 puntos base hasta 2,6 y 2,8%, respectivamente, mientras que a dos años cayó 50 puntos base, ubicándose en 2,1% (gráfico 32). En la compensación inflacionaria que se obtiene a partir de curvas *forward* con datos promedio mensual todos los plazos se alinean en 3% (gráfico 33).

**Gráfico 33**

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



Fuente: Banco Central de Chile.

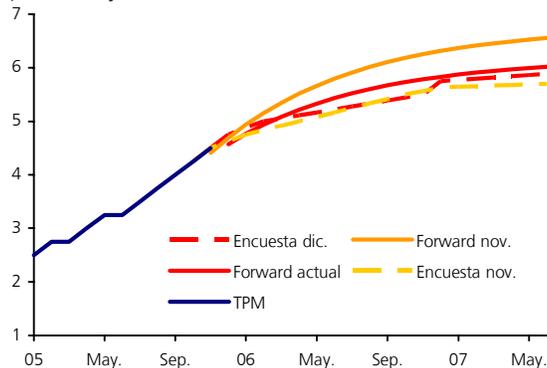
La encuesta IMCE, muestra un alza de las expectativas de inflación a doce meses para el sector comercio desde 3,8 a 3,9%, en tanto aquellas del sector manufacturero se mantienen constantes en 4%.

La EEE de diciembre muestra una disminución de las expectativas de inflación a un año plazo desde 3,1% a 3%, mientras a dos años plazo se mantiene en 3%.

Las expectativas sobre la TPM que se deducen de la curva *forward* han disminuido respecto de la reunión de noviembre. Así, de la actual curva *forward* se deduce que la TPM estaría en 4,8% este mes (4,9% en la RPM anterior) y en 5,9% a diciembre del 2006 (6,4% 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 4,6% a fines de año, cifra menor a la estimada en noviembre 4,75%. La EEE se mantiene las expectativas para la TPM para diciembre del 2005 en 4,75%, igual nivel que en noviembre, mientras que para diciembre del 2006 estas se elevan desde 5,63% hasta 5,75% (gráfico 34).

**Gráfico 34**

Expectativas para la TPM (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de diciembre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 11,2% respecto de su nivel actual, valor que llega a 7,3% en dos años plazo.

## Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Diciembre 2005

El cierre estadístico del presente informe fue el 9 de diciembre de 2005.

Este informe es producido por la División de Estudios. Incluye las contribuciones de Erika Arraño, Daniel Calvo, Bernardo Dominichetti, Macarena García, Hermann González, M. Carolina Grunwald, Andrea Sánchez, Silvia Tapia, Marcela Urrutia, Claudia Varela e Ivonne Vera.

La suscripción a través de correo electrónico de esta publicación debe ser solicitada directamente a [bcch@bcentral.cl](mailto: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.