

# Anexo de Antecedentes

## Reunión de Política Monetaria

BANCO CENTRAL DE CHILE

JULIO 2005<sup>1/</sup>

---

<sup>1/</sup> El cierre estadístico de este Informe fue el 8 de julio de 2005.

# 1. Escenario internacional

El escenario externo para la economía chilena se mantiene favorable, con un crecimiento mundial dinámico y condiciones financieras positivas. El dólar ha continuado apreciándose en los mercados internacionales, particularmente respecto del euro, mientras que dentro del contexto de normalización gradual de la política monetaria en EE.UU., las tasas de interés de largo plazo continúan bajas.

No se aprecian cambios significativos en las proyecciones de crecimiento mundial durante los últimos meses. Por regiones, destaca la revisión al alza de las cifras de crecimiento del PIB de EE.UU. del primer trimestre: 3,8% t/t (3,7% a/a). Si bien el sector industrial parece haber perdido algún dinamismo, el consumo y la inversión, particularmente del sector residencial, siguen mostrando fortaleza. A ello ha contribuido la creación de empleos en lo que va del año (gráfico 1).

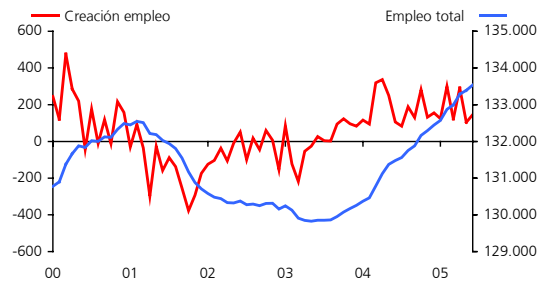
En la zona euro, los indicadores siguen dando cuenta de un panorama debilitado. Si bien el clima de negocios parece estar mejorando, la confianza de los consumidores, así como los indicadores de actividad, han continuado deteriorándose.

China sigue mostrando un fuerte dinamismo de la actividad. La inversión continúa creciendo a tasas de dos dígitos, no obstante las medidas adoptadas para moderar su expansión. Apoyan este dinamismo el consumo y la demanda externa, que han llevado a revisar al alza las proyecciones de crecimiento para este año.

El precio del petróleo aumentó de manera importante en junio, llevando el promedio del WTI a US\$56,4. Ello se asocia a una mayor preocupación por el abastecimiento de combustibles durante el próximo invierno en el hemisferio norte y un aumento de las percepciones de riesgo geopolítico. La OPEP y la AIE<sup>2/</sup> confirmaron un crecimiento robusto de la demanda para el 2005 y escasas holguras del mercado para refinación. En línea con ello,

**Gráfico 1**

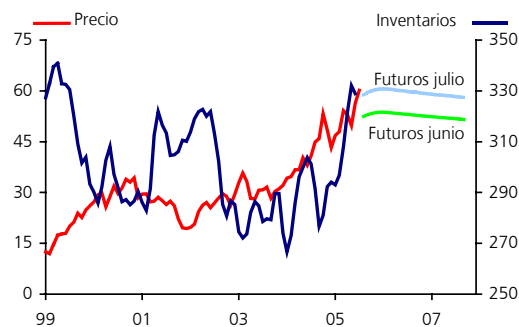
Mercado laboral EE.UU.  
(miles de personas)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 2**

Mercado del petróleo  
(precio en US\$/barril; inventarios en miles de barriles)

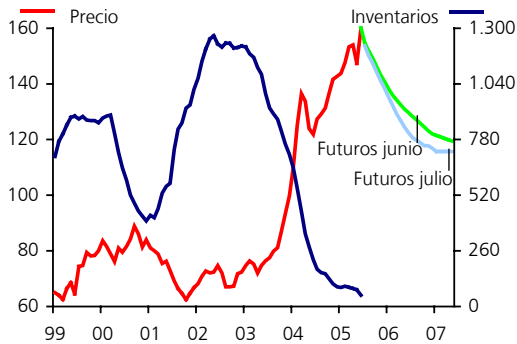


Fuente: Bloomberg.

<sup>2/</sup> Agencia Internacional de Energía.

**Gráfico 3**

Mercado del cobre  
(precio: centavos de US\$/libra; inventarios: toneladas métricas)



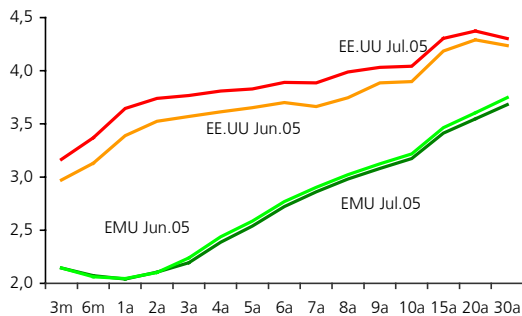
Fuente: Bloomberg.

la trayectoria de precios futuros ha seguido plana y en niveles altos, estableciendo expectativas de que la actual situación del mercado del petróleo se prolongue durante un tiempo relativamente largo (gráfico 2).

El precio del cobre aumentó en junio en forma significativa, promediando US\$1,60 la libra. El importante descenso de los inventarios en bolsa refleja la lenta respuesta de la oferta ante una sólida demanda, principalmente de China. Se suman a ello algunos cortes transitorios de producción, que han motivado el reingreso de inversionistas al mercado. La trayectoria de precios futuros continúa mostrando un descenso importante para los próximos meses, ante la respuesta que debería mostrar la oferta (gráfico 3).

**Gráfico 4**

Curva de rendimiento EE.UU. y zona euro  
(porcentaje)



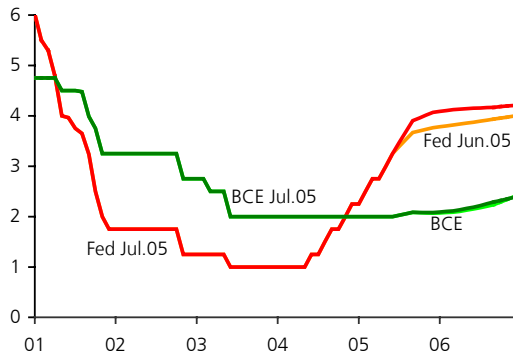
Fuente: Bloomberg.

En los mercados financieros mundiales las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables y en mínimos históricos durante las últimas semanas. El rendimiento del bono a diez años en EE.UU. ha continuado en torno a 4%, a pesar de la reciente alza de la tasa de política monetaria por parte de la Fed. Estos niveles de tasas de interés de largo plazo se explican, en parte, por factores ligados a indicadores de actividad en un contexto de inflación bien contenida. Adicionalmente, las condiciones de crédito se han mostrado favorables para las empresas estadounidenses, según se deduce de los *spreads* de crédito de las mismas, apoyada en la alta disponibilidad de fondos para mercados de renta fija. El rendimiento del bono a diez años en euros, por su parte, muestra una trayectoria a la baja, situándose bajo 3,2%, reflejando la debilidad de esta región (gráfico 4).

Las expectativas respecto de las tasas de política se han inclinado hacia un proceso de alzas algo más acelerado. Si bien la Fed ha mantenido el lenguaje de alzas medidas en sus comunicados, indicadores recientes de actividad han ido moviendo las expectativas, con lo que el mercado estima que el 2005 terminaría con una tasa de fondos federales de EE.UU. en 4,0%. En la zona euro los recientes indicadores de expectativas y actividad económica han llevado al mercado hacia una marcada convicción de que no habrá cambios en la tasa de política para los siguientes trimestres. Esta visión es apoyada por la mantención de la inflación en torno al

**Gráfico 5**

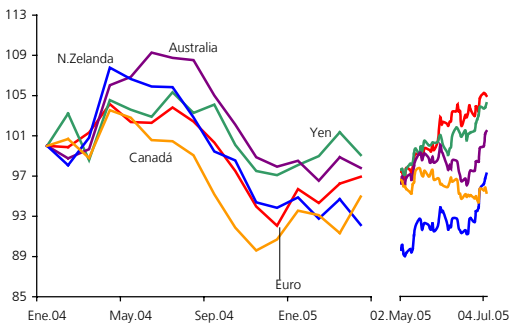
Tasas de política y futuros Libor (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 6**

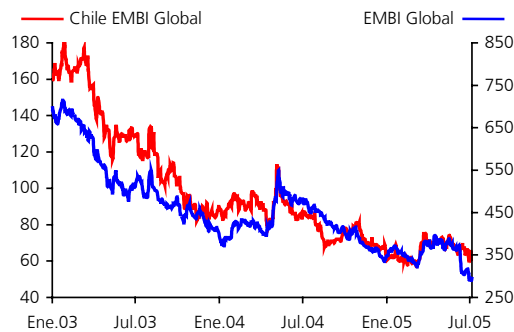
Evolución del dólar (índice, 02/01/04=100)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 7**

Spread soberano economías emergentes (puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

objetivo. Cabe mencionar que parte de los agentes espera algún recorte hacia el cuarto trimestre de este año, según se refleja en los contratos futuros de tasas de interés de corto plazo (gráfico 5).

El dólar continuó fortaleciéndose en los mercados internacionales frente a las principales monedas. Respecto del euro, registra una ganancia en torno a 1% en el último mes, mientras respecto del yen subió 3%. Ello se relaciona con la fortaleza que mantiene la economía estadounidense, así como con cifras de su balanza comercial algo mejores que las previstas. Asimismo, los altos niveles de ahorro externo que registran las economías emergentes, especialmente de Asia, hacen prever que en el corto plazo no habrá presiones significativas hacia una depreciación del dólar (gráfico 6).

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas, lo que se ha reflejado en *spreads* soberanos estables durante las últimas semanas (gráfico 7).

Finalmente, cabe destacar que los atentados en Londres, si bien afectaron los mercados financieros, generando efecto *flight to quality*, han tenido efectos económicos acotados.

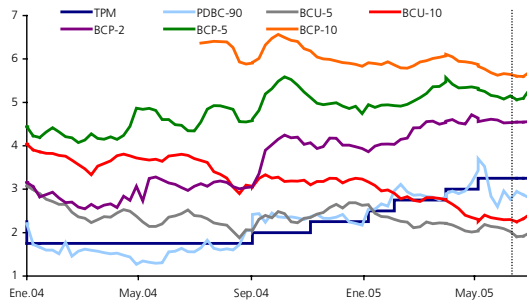
## 2. Mercados financieros

### Tasas de interés instrumentos del BCCh

En lo más reciente, las tasas de interés de los documentos del BCCh aumentaron, configurando una trayectoria en forma de “U” desde la reunión anterior. La evolución de estas tasas ha coincidido con la de sus similares externas. Así, las tasas de interés de los documentos reajustables a cinco años, BCU-5, que cayeron hasta cerca de su mínimo histórico (1,8%), han vuelto a subir (2,0%). Las de los BCU-10, tras mantenerse estables gran parte del período, en los últimos días han aumentado cerca de diez puntos base y se ubican en 2,4%. Las tasas de interés de los bonos nominales, BCP, también se han incrementado, especialmente las de mayor plazo, situándose en 4,6%, 5,4 y 5,7% a dos, cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDBC, aunque con vaivenes, se mantuvieron del orden de 40 puntos base por debajo de la TPM (gráfico 8).

**Gráfico 8**

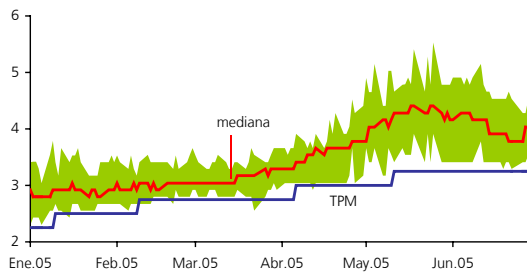
Tasas de interés de instrumentos del BCCh (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 9**

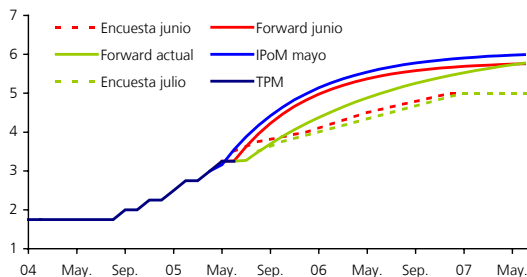
Tasas de captación prime a 30 días (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 10**

Expectativas para la TPM (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

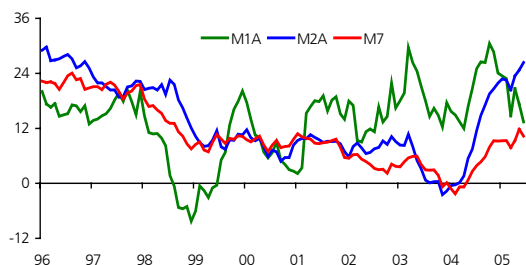
La compensación inflacionaria a menor plazo ha mostrado vaivenes, mientras a mediano y largo plazo se mantiene en torno a 3%. Así, a dos años cayó cerca de treinta puntos base para quedar en 2,3%, debido a un aumento de la tasa de captación en UF<sup>3/</sup>, mientras a cinco años aumentó alrededor de treinta puntos base (3,2%), y a diez años se mantuvo en torno a 3,3%. La encuesta de expectativas de julio indica que la inflación esperada a un año plazo cayó a 2,9% (3,0% en junio), mientras a dos años plazo se mantuvo en 3%.

La curva *forward* se desplazó hacia abajo desde el cierre del IPoM y la reunión previa, períodos en los que se estimó que su trayectoria no necesariamente podía atribuirse a expectativas de una aceleración de la normalización de la política monetaria. En particular, las tasas de captación han tenido caídas del orden de 50 puntos base desde los niveles máximos de mayo (gráfico 9). Así, de la actual curva *forward* se desprende que la TPM llegaría a 4,2% en diciembre de este año (4,8% según la *forward* de la reunión de junio), y a 5,5% en

<sup>3/</sup> Desde comienzos de mayo la tasa de captación en UF a dos años ha aumentado, superando incluso al BCU-5.

**Gráfico 11**

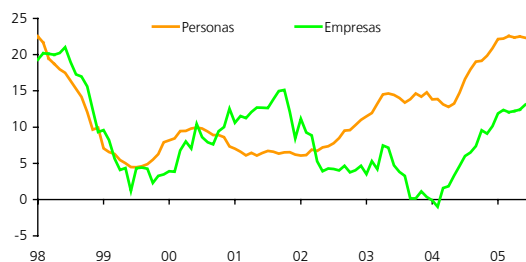
Agregados monetarios  
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 12**

Colocaciones bancarias  
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla 1**

Tasas de interés de colocación en pesos  
(porcentaje)

	TPM	Consumo		Comerciales	
		TPP (1)	Tarj. 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.	2,86	25,4	-	2,8	8,7
2004 Jul.	1,75	24,3	33,3	0,9	7,6
Ago.	1,75	23,7	33,5	1,3	7,7
Sep.	1,93	23,3	33,6	1,4	7,3
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	-	3,0	10,0
Jun.	3,25	27,1	-	3,1	9,5

(1) Tasa promedio ponderada.

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

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

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

diciembre del 2006 (5,7% según la misma curva *forward*) (gráfico 10). La encuesta de expectativas de julio refleja que el mercado espera que en la reunión de este mes aumente la TPM en 25 puntos base, para finalizar el año en 4% (igual al mes anterior). A diciembre del 2006, anticipa que la TPM estará en 5%.

### Agregados monetarios

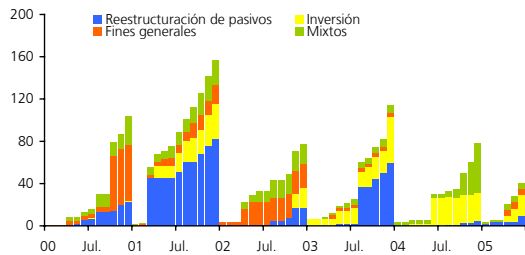
En junio la tasa de crecimiento anual del M1A disminuyó por tercer mes consecutivo (13%). A su vez, los residuos de la proyección habitual de dinero de corto plazo corrigieron solo parte del considerable desalineamiento de mayo. Por su lado, el M2A aumentó su tasa de crecimiento anual hasta 26% (+1,7 puntos porcentuales respecto del mes previo). Al contrario, la del M7 se redujo en 1,5 puntos porcentuales, al crecer 10% anual (gráfico 11). Al analizar por componentes, destaca la importante expansión anual de los depósitos a plazo (32%) que fue más que compensada en términos de niveles con la caída de los documentos del Banco Central. Con las trayectorias anteriores, la velocidad de expansión del M1A y del M2A aumentó respecto del mes anterior, mientras la del M7 cayó.

### Condiciones de crédito y financiamiento

Durante junio, la deuda bancaria total registró una variación anual de 16%. Entre los créditos a personas, el de consumo creció a la misma tasa anual de los meses previos (23%), con una velocidad de expansión que se mantuvo en lo más reciente, mientras el de vivienda exhibió una tasa de crecimiento en doce meses similar a la de mayo (22%), no obstante una velocidad de expansión en aumento (gráfico 12). En junio, la tasa de interés promedio de los créditos de consumo se incrementó en 50 puntos base comparada con la de mayo. Con esto, acumuló en el año un alza de 330 puntos base (tabla 1). Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se ubican en niveles inferiores que los de meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa de carátula entre 4 y 5%, promediaron 3,2% en junio, mientras las con tasa de carátula entre 5 y 6% promediaron 4,2%.

**Gráfico 13**

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



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

Las colocaciones bancarias a empresas crecieron 13% anual en junio, mientras la velocidad de expansión se incrementó respecto de mayo. Esta variación se explicó por el mayor crecimiento anual de los préstamos de comercio exterior medidos en pesos y de los créditos comerciales. Estos últimos continúan con variaciones en doce meses del orden de 11%. La tasa de interés promedio de los créditos comerciales anotó un retroceso (-50 puntos base) respecto de mayo, al promediar 9,5%. Visto desde una perspectiva más larga, esta tasa acumula desde diciembre pasado un incremento de 70 puntos base por sobre el alza de la TPM en igual lapso.

En junio, el mercado de bonos siguió dando cuenta de importantes colocaciones. Solo en dos de ellas totalizó UF12,65 millones, destinadas a reestructurar pasivos y financiar inversiones (gráfico 13).

## Bolsa

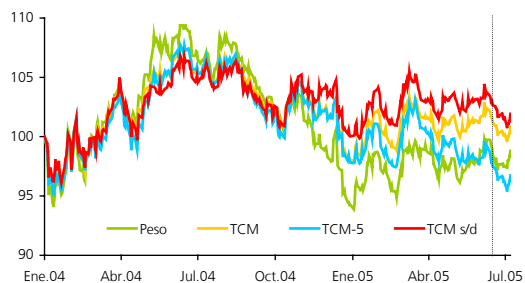
Durante junio se observó un significativo repunte de los precios de las acciones, con lo que el IPSA aumentó 4,5%. La bolsa local se transformó en una de las bolsas más rentables de América<sup>4/</sup> y el mundo al acumular en el semestre un incremento de 14,5%.

La bonanza accionaria fue sostenida por los sectores eléctrico y exportador. En particular, las condiciones hidrológicas y la aprobación de la ley eléctrica favorecieron el precio de las acciones eléctricas. Por su parte, el alto precio de los *commodities* impulsó la cotización de las acciones de empresas exportadoras de recursos naturales. Los montos transados durante junio promediaron \$48.700 millones diarios, y aunque esta cifra es inferior a la de los meses previos, representa un incremento anual superior a 100%.

En las bolsas internacionales, el índice MSCI<sup>5/</sup> aumentó 0,7% en junio. Los principales índices

**Gráfico 14**

Tipo de cambio (índice, 02/01/04=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>4/</sup> Solo superada por el IGBC de Colombia que rentó 28,02%.

<sup>5/</sup> MSCI World Index: corresponde a un índice bursátil en dólares ponderado por capitalización de mercado ajustada por *free float*, diseñado para medir la evolución de los mercados accionarios de países desarrollados. Este índice está conformado por 23 economías: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza.

**Tabla 2**

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

	TCN	TCM (1)	TCM-5 (2)	TCM-SD (3)	TCR (1)(4)	TCR-5 (2)(4)
1986-1997 Prom.	332,8				98,6	90,4
1990-1999 Prom.	403,8	152,4	96,9	204,5	92,0	81,2
2002 Prom.	688,9	119,9	148,8	108,9	97,1	88,5
2003 Prom.	691,4	124,4	161,0	114,3	104,3	96,1
2004 Prom.	609,5	113,5	149,6	106,2	99,1	91,5
2005 Ene.	574,1	110,5	145,2	105,3	98,1	89,7
Feb.	573,6	110,7	144,2	105,5	98,7	89,7
Mar.	586,5	113,0	148,2	107,7	101,9	92,3
Abr.	580,5	111,7	145,2	106,3	100,7	90,2
May.	578,3	111,6	143,8	106,4	100,2	89,2
Jun.	585,5	112,1	143,0	106,4	100,1	88,4

(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) Excluye del cálculo del TCM a EE.UU., China y Ecuador.

(4) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

bursátiles de EE.UU. registraron variaciones negativas: Nasdaq -0,5% y Dow Jones -1,8%.

### Tipo de cambio

Desde la última reunión a la fecha, el tipo de cambio peso/dólar se ha apreciado 1,2%, cotizándose en los últimos días por sobre \$580 por dólar. Desde una perspectiva más larga, el nivel actual de la paridad está en torno al promedio de lo que va corrido del año.

La apreciación del peso también se dio en términos multilaterales, alcanzando a 1,9 y 2,8% para el TCM y el TCM-5, respectivamente. Esta última variación fue superior debido a la mayor ponderación en el TCM-5 del yen y euro, monedas que se depreciaron frente al dólar. Si se excluyen de la canasta del TCM las economías con monedas vinculadas al dólar la variación alcanza a 2,3% (gráfico 14).

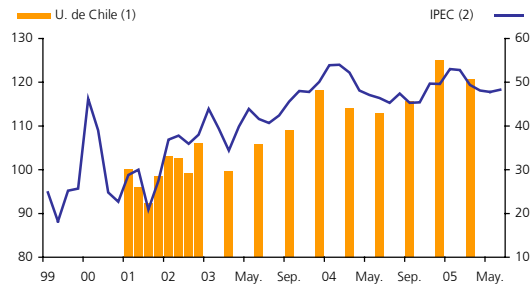
En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, la encuesta de expectativas de julio sugiere que a un año plazo el peso se depreciaría 3,2% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4,9% en dos años. El diferencial nominal de tasas de interés interna y externa se ha mantenido estable durante gran parte del año, mientras el real cayó levemente desde la última reunión.

El TCR de junio se situó en torno a 100, equivalente a una variación prácticamente nula respecto de mayo. Por su parte el TCR-5 disminuyó 0,9% (tabla 2).

### 3. Demanda y cuentas externas

**Gráfico 15**

Expectativas del consumidor  
(índice, porcentaje)



(1) Índice marzo 2001=100.  
(2) Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes:  
Adimark.  
Universidad de Chile.

La información reciente continúa indicando que la tasa de crecimiento anual del consumo aumenta, a la vez que persiste el sorpresivo dinamismo de la inversión.

#### Consumo y existencias

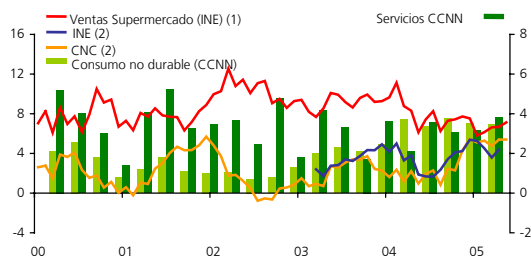
El consumo privado siguen aumentando apoyado por el fortalecimiento del empleo y la mejora de las expectativas (gráfico 15). Esto, en un contexto en que las condiciones financieras que enfrentan los hogares siguen siendo favorables, con colocaciones que aumentan por sobre 20% anual y tasas de créditos de consumo que han aumentado.

#### Consumo habitual

En mayo la tasa de crecimiento anual de los indicadores parciales de consumo habitual tuvo, en su mayoría, un incremento respecto del mes previo. Las ventas de supermercados (INE) de mayo crecieron 4,3% anual, mientras las ventas de bienes de consumo no durable (CNC) aumentaron 3,6%. Por otro lado, en abril destacó el incremento de 7,8% del nuevo índice de ventas de bienes de consumo no durable que informa el INE (gráfico 16). En cuanto a mediciones desestacionalizadas, se aprecia una relativa estabilidad respecto de meses previos, aunque en niveles altos.

**Gráfico 16**

Consumo habitual  
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.  
(2) Consumo no durable, promedio móvil trimestral.

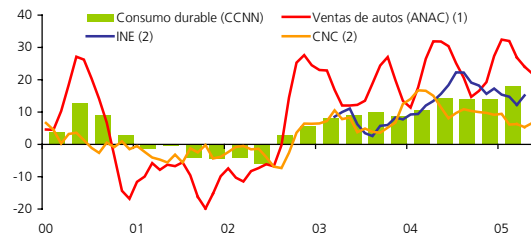
Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Cámara Nacional de Comercio (CNC).  
Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

#### Consumo durable

En cuanto a los indicadores parciales de consumo durable, estos siguen mostrando tasas de crecimiento anual relevantes. Por un lado, las ventas de automóviles nuevos aumentaron 17,1% en mayo. Por otro, las ventas de bienes durables del INE de abril se incrementaron en 25,1%. A su vez, las ventas de bienes durables de la Cámara Nacional de Comercio crecieron 5,1% en mayo (gráfico 17).

**Gráfico 17**

Consumo durable  
(variación anual, porcentaje)

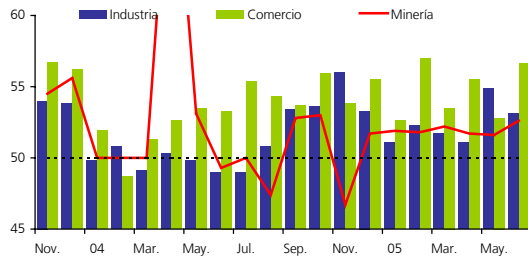


(1) Promedio móvil trimestral.  
(2) Consumo durable, promedio móvil trimestral.

Fuentes:  
Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC).  
Banco Central de Chile.  
Cámara Nacional de Comercio (CNC).  
Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

**Gráfico 18**

IMCE: situación actual de inventarios (\*)  
(variación real anual, porcentaje)



(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica inventarios excesivos (insuficientes).  
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**Existencias**

Los indicadores del segundo trimestre apuntan a que se mantienen las existencias por sobre las deseadas. El Índice Mensual de Confianza Empresarial IMCE<sup>6/</sup> de junio indica que lo que se estima como existencias de la minería y el comercio aumentan respecto del mes previo (gráfico 18).

**Formación bruta de capital fijo**

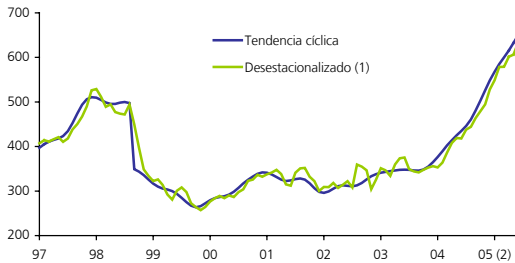
La información reciente de la formación bruta de capital bruto y, en particular, de las importaciones de bienes de capital, confirma que se ha moderado marginalmente la inusual fortaleza que mantuvo durante el 2004 (gráfico 19).

En mayo las ventas desestacionalizadas de viviendas nuevas a escala nacional y para el Gran Santiago mantienen los niveles elevados de meses previos.

El IMCE de junio mantuvo la percepción optimista de los meses anteriores (59 puntos), aunque con cambios sectoriales. Solo comercio disminuyó su optimismo, por quinto mes consecutivo, alcanzando el mínimo histórico en su percepción (gráfico 20).

**Gráfico 19**

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



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

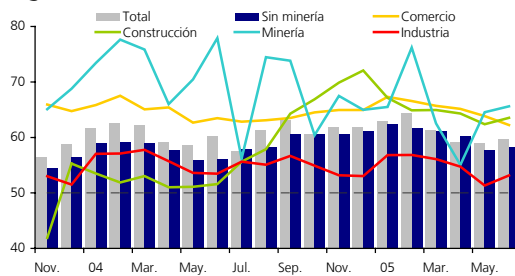
**Política fiscal**

En mayo el balance presupuestario<sup>7/</sup> acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 4,4% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de un crecimiento similar a los meses anteriores tanto de los ingresos (21,5% anual) como de los gastos presupuestarios (4,9% anual).

Entre los ingresos destacan: tributarios (14,5% anual), cobre bruto<sup>8/</sup> (202,2% anual) e imposiciones previsionales (10,7%), los cuales aportaron 22,4 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos sobresalen: personal (5,6%), bienes y servicios (11,8%), subsidios y donaciones (5,7%) e inversión

**Gráfico 20**

IMCE: Indicador Mensual de Confianza Empresarial (\*)  
(índice, respuestas positivas por sobre las negativas)



(\*) Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).  
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

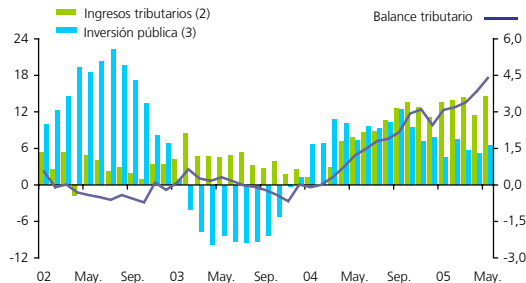
<sup>6/</sup> Los datos del IMCE deben tomarse con cautela, pues no están libres de efectos estacionales.

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

<sup>8/</sup> Considera los traspasos de utilidades y excedentes de Codelco al Fisco.

**Gráfico 21**

Ingresos tributarios, inversión pública y balance presupuestario (1)  
(variación real anual del año móvil; porcentaje del PIB)



(1) A partir de enero del 2005 los datos se presentan con base devengada —registros de las transacciones en el momento en que se produce la obligación de efectuar un pago—, por lo que no son completamente coherentes con la información histórica que se presenta con base caja —registros de las transacciones en el momento en que los servicios e instituciones efectuaban el pago—.  
(2) Aproximadamente 77% de ingresos totales.  
(3) Incluye las partidas: Inversión y Transferencias de capital.

Fuentes:  
Dirección de Presupuestos.  
Banco Central de Chile.

pública (6,5%), los cuales explicaron 4,6 puntos porcentuales del crecimiento (gráfico 21).

Respecto del avance sobre lo presupuestado, en mayo los ingresos y gastos alcanzaron a 50,5 y 38,2%, respectivamente. Los primeros continúan superando el promedio histórico, mientras los segundos estuvieron en línea.

## Sector externo

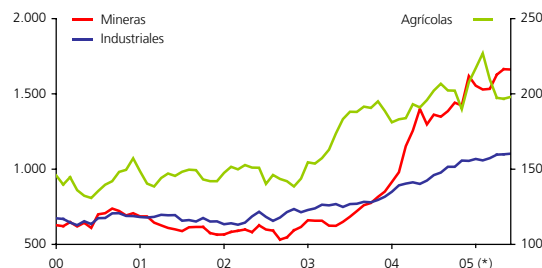
### Exportaciones

Se proyecta que en el segundo cuarto del año el incremento anual del volumen de las exportaciones sería mayor al del trimestre previo (gráfico 22). En términos de valor no se aprecian diferencias significativas respecto del trimestre previo, dados los menores crecimientos de precios que se observan en todos los sectores.

A junio, el valor acumulado en el 2005 por las exportaciones de bienes FOB llegó a cerca de US\$19.100 millones. En este mes, los envíos mostraron la mayor tasa de crecimiento anual del 2005 (46%), destacando el aumento de las exportaciones mineras (75%). Los envíos industriales siguen creciendo a tasas anuales por sobre 20%, cifra que es superior a la anotada en el primer trimestre del año y que se acerca a los valores promedio del 2004.

**Gráfico 22**

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



(\*) Datos de junio provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

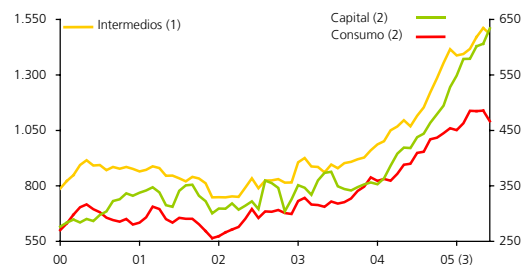
### Importaciones

El crecimiento del volumen importado del segundo trimestre sería levemente inferior al del primer cuarto del año, debido al menor crecimiento de las internaciones de bienes de consumo y capital (gráfico 23). Las internaciones de bienes intermedios, en cambio, se proyecta serían mayores por el aumento de las internaciones de petróleo.

El valor acumulado en el primer semestre del 2005 por las importaciones de bienes CIF llegó a cerca de las US\$15.150 millones. En junio, estas mostraron una tasa de crecimiento anual de 38%, cifra similar a las observadas en los meses previos. Sigue destacando el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, que promedian valores del orden US\$590 millones en el primer semestre del año (+63% anual en junio).

**Gráfico 23**

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



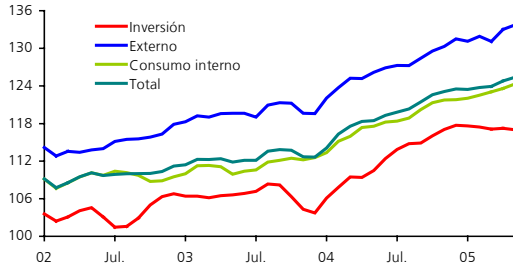
(1) Nominal.  
(2) Real.  
(3) Datos de junio provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

## 4. Actividad y empleo

**Gráfico 24**

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.

En mayo la actividad económica medida por el Imacec aumentó 6,4%, con lo que su velocidad de expansión se ubicó en torno a 5% anual. Este resultado se explicó, principalmente, por el dinamismo de los sectores comercio, industria y construcción.

La actividad industrial continuó con su trayectoria creciente, aumentando a una tasa similar a la de la actividad total, con velocidad de expansión también cercana a 5% anual. En particular, las ramas ligadas al mercado externo y al consumo continuaron con su trayectoria creciente<sup>9/</sup> (gráfico 24).

**Gráfico 25**

Minería: Volumen exportado y producción  
(índice, 1996=100, promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas)



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

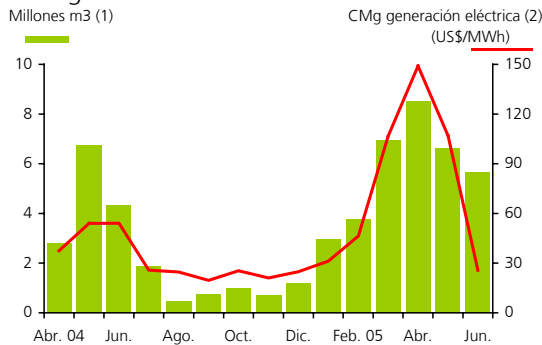
El sector construcción continúa aumentando por sobre 9% anual. Los permisos de edificación a mayo muestran un crecimiento anual que se ubica por sobre 20%. Otros indicadores del sector también muestran buenos resultados. Los despachos de materiales de construcción aumentaron 9% anual y el Imacon, entregado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), 8,3% anual.

La actividad del comercio sigue siendo una de las más dinámicas. Esto apoyado por el desempeño de las importaciones y de las ventas minoristas e industriales.

La producción minera tuvo un pobre desempeño en mayo, con un aumento de 1% anual en la producción minera del INE. Este panorama está dentro de lo esperado, por cuanto las empresas no tienen holguras de producción y los planes de inversión conocidos solo generarán mayor producción hacia el 2006-2007 (gráfico 25).

**Gráfico 26**

Restricciones de gas natural y costo marginal de la generación eléctrica



(1) Corresponde al promedio mensual, calculado a partir de las restricciones diarias informadas por la CNE.  
(2) Costo marginal promedio mensual para el SIC.

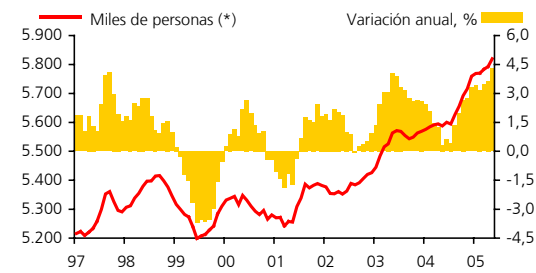
Fuente: Comisión Nacional de Energía.

En EGA se aprecia un mejor panorama respecto del mes pasado. Esto producto de la mayor generación de energía hídrica efectiva a mayo y de la menor restricción de gas natural. Ello también ha provocado una caída relevante en el costo marginal de la generación de energía eléctrica en los últimos meses (gráfico 26).

<sup>9/</sup> Los sectores conservas y otros productos químicos (especialmente medicamentos y detergentes) explicaron 2,6 puntos porcentuales del agregado de industria.

**Gráfico 27**

Empleo nacional

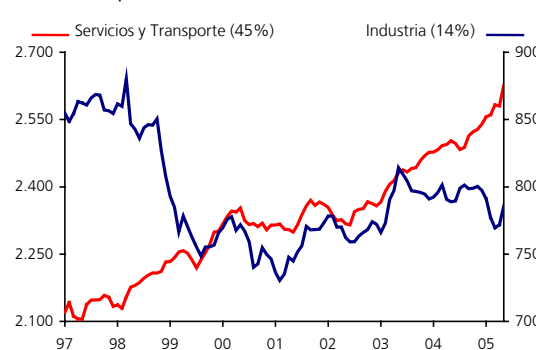


(\*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 28**

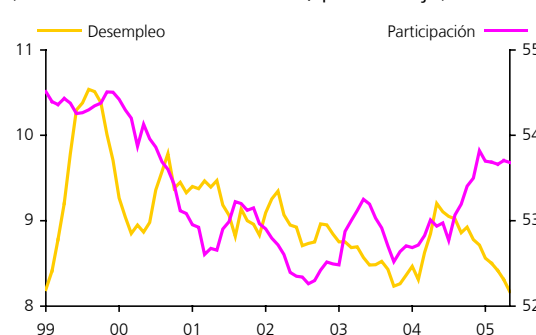
Empleo por rama de actividad económica (miles de personas, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 29**

Tasa de participación y desempleo (series desestacionalizadas, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Con todo, en el segundo trimestre los sectores industria, comercio y construcción explicarían parte importante de la actividad del periodo.

### Mercado laboral

Según la información reportada por el INE para el trimestre móvil finalizado en mayo del 2005, el empleo nacional volvió a aumentar su tasa de crecimiento en doce meses (4,3%). Descontando efectos estacionales la ocupación continuó creciendo (gráfico 27). Cabe destacar que la velocidad anualizada de la creación de empleo en lo que va del año llegó a 4,3%, la que aún es relevante, pese a ser mas baja que la alcanzada el segundo semestre del 2004.

Por categoría ocupacional, el empleo asalariado continuó creciendo con fuerza (4,3% anual) y con una trayectoria desestacionalizada ascendente. La ocupación por cuenta propia creció 4,1% anual, cifra significativamente superior a la del mes pasado, pero debido a la baja base de comparación de un año atrás. A escala sectorial, el empleo desestacionalizado ligado a servicios y transporte (45% del total) fue el que empujó la ocupación agregada. El empleo industrial INE continuó su lenta recuperación, lo que se corrobora según la información proveniente de la Sofa para mayo (gráfico 28).

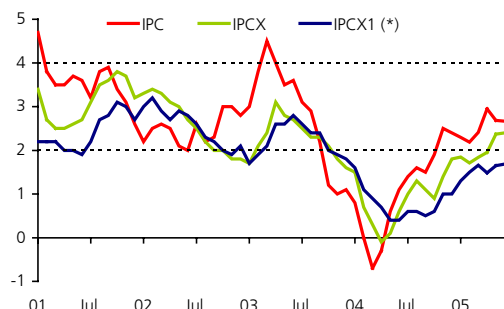
La tasa de desempleo nacional del trimestre móvil finalizado en mayo fue 8,3%, esto es 1,1 punto porcentual por debajo de la de igual periodo del año anterior. Descontando efectos estacionales volvió a disminuir: -0,1 punto porcentual con respecto a abril, situándose en 8,2% (gráfico 29).

En junio, las vacantes de trabajo recuperaron la caída de meses previos: la tasa de crecimiento anual alcanzó 8,4% y el nivel desestacionalizado de plazas de trabajo disponibles aumentó.

## 5. Precios

**Gráfico 30**

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.

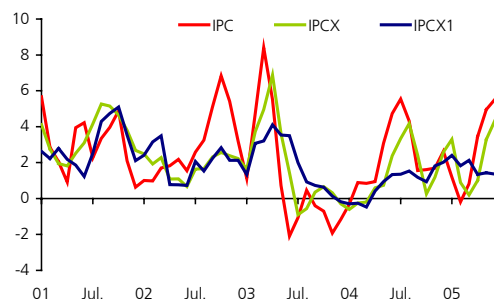
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En junio, tanto el IPC como el IPCX tuvieron una variación mensual de 0,4%, cifra que fue de 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 2,7%, mientras el del IPCX se situó en 2,4% y el del IPCX1 en 1,7% (gráfico 30).

En este mes, los mayores aumentos de precios se presentaron en los grupos Vivienda (1,1%) y Alimentación (0,8%). Alzas menores mostraron los grupos Otros (0,4%) y Educación y Recreación (0,1%), mientras que observaron disminuciones leves (-0,1%) en Equipamiento de la Vivienda, Transportes, Salud y Vestuario.

**Gráfico 31**

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



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

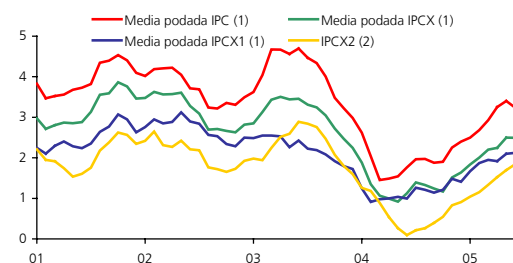
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las principales sorpresas en la inflación del mes se dieron en el IPC e IPCX. El IPCX1, en tanto, tuvo un comportamiento en línea con lo esperado. Las mayores diferencias estuvieron en el rubro alimentos, específicamente en el precio de algunos perecibles que presentaron alzas inusuales en relación con su estacionalidad habitual y que se proyecta, solo una parte, sería transitoria.

La velocidad instantánea del incremento de la inflación del IPCX1 se mantuvo respecto del mes anterior. En el caso del IPC e IPCX, en cambio, continuó aumentando (gráfico 31).

**Gráfico 32**

Medidas de inflación subyacente  
(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).

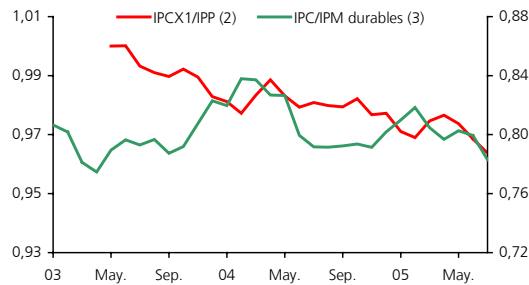
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La mayor parte de las medidas alternativas de inflación subyacente, IPCX2 y medias podadas, continúan con una tendencia al alza en lo que va del año. Solo la media podada del IPC muestra una leve caída (gráfico 32).

Respecto de la inflación de transables (IPCT) y no transables (IPCN), se observan en junio variaciones mensuales de 0,1 y 0,7%, respectivamente. En términos de variación anual, se observa que la del IPCT descendió por segundo mes consecutivo, alcanzando un valor de 1,6%. Para el caso del IPCN se observa una persistente trayectoria al alza de su crecimiento anual, alcanzando 3,5%; valor comparable con los existentes a mediados del 2003.

**Gráfico 33**

Medidas de márgenes (1)



(1) Calculado en base a una muestra de productos con correspondencia en ambos índices.  
 (2) Ratio, abril 2003=1.  
 (3) Ratio, junio 1992=1.

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

En junio, se observó un leve aumento de los ítems que suben de precio y una leve caída de los que bajan. Al mismo tiempo, se mantuvieron inalterados los que no cambian de precio.

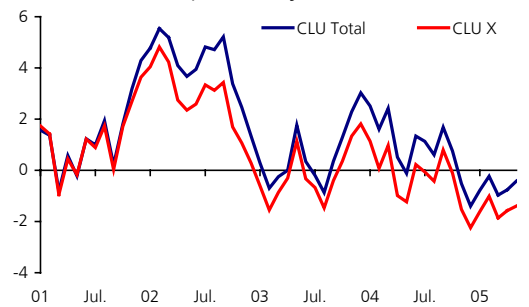
El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 8,0% en junio (8,4% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,7% (2,1% el mes anterior).

### Márgenes

Las medidas de márgenes tuvieron un leve descenso de acuerdo con la última información conocida. Se observa este comportamiento 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 el IPM (gráfico 33).

**Gráfico 34**

Costo laboral unitario (variación anual, porcentaje)



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

### Costos laborales

En mayo los salarios acentuaron la trayectoria creciente de los últimos meses. La tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total (CMO) y la del CMOX se ubicaron en torno a 5,0%.

En mayo las horas trabajadas detuvieron la caída que se observaba desde comienzos de año. La tasa de variación anual de las horas trabajadas de los asalariados se ubicó en torno a -4,0% en mayo (-1 puntos porcentuales respecto de abril).

Respecto de los costos laborales unitarios, en mayo producto del incremento en la expansión de los salarios y la trayectoria de la productividad horaria, la tasa de crecimiento anual del CLU total atenuó su disminución. Descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar (gráfico 34).

*Este Informe es coordinado por la División Estudios. Incluye las contribuciones de Hermann González, Felipe Jaque y Tatiana Vargas de la División Internacional, y de Erika Arraño, Dolly Bellani, Bernardo Dominichetti, Macarena García, Paulina Granados, M. Carolina Grünwald, M. Dolores Roeschmann, Silvia Tapia y Marcela Urrutia de la División Estudios.*