



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2012

Enrique Marshall
Banco Central de Chile



Introducción

- La economía chilena cerrará este año con buenos resultados.
- La actividad y, particularmente, la demanda interna, han crecido por sobre lo esperado.
- La inflación ha mostrado vaivenes, por factores puntuales asociados a *shocks* de oferta, pero se mantiene acotada.
- En el escenario más probable se espera que las condiciones que han prevalecido en el último tiempo permanezcan hacia adelante.
- No obstante, existen riesgos, que de materializarse podrían tener efectos internos relevantes.
- El principal de ellos es el que plantea la Eurozona, donde se han observado progresos, pero donde el camino de salida se percibe aún como largo y arduo.
- En este contexto, la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 5%.



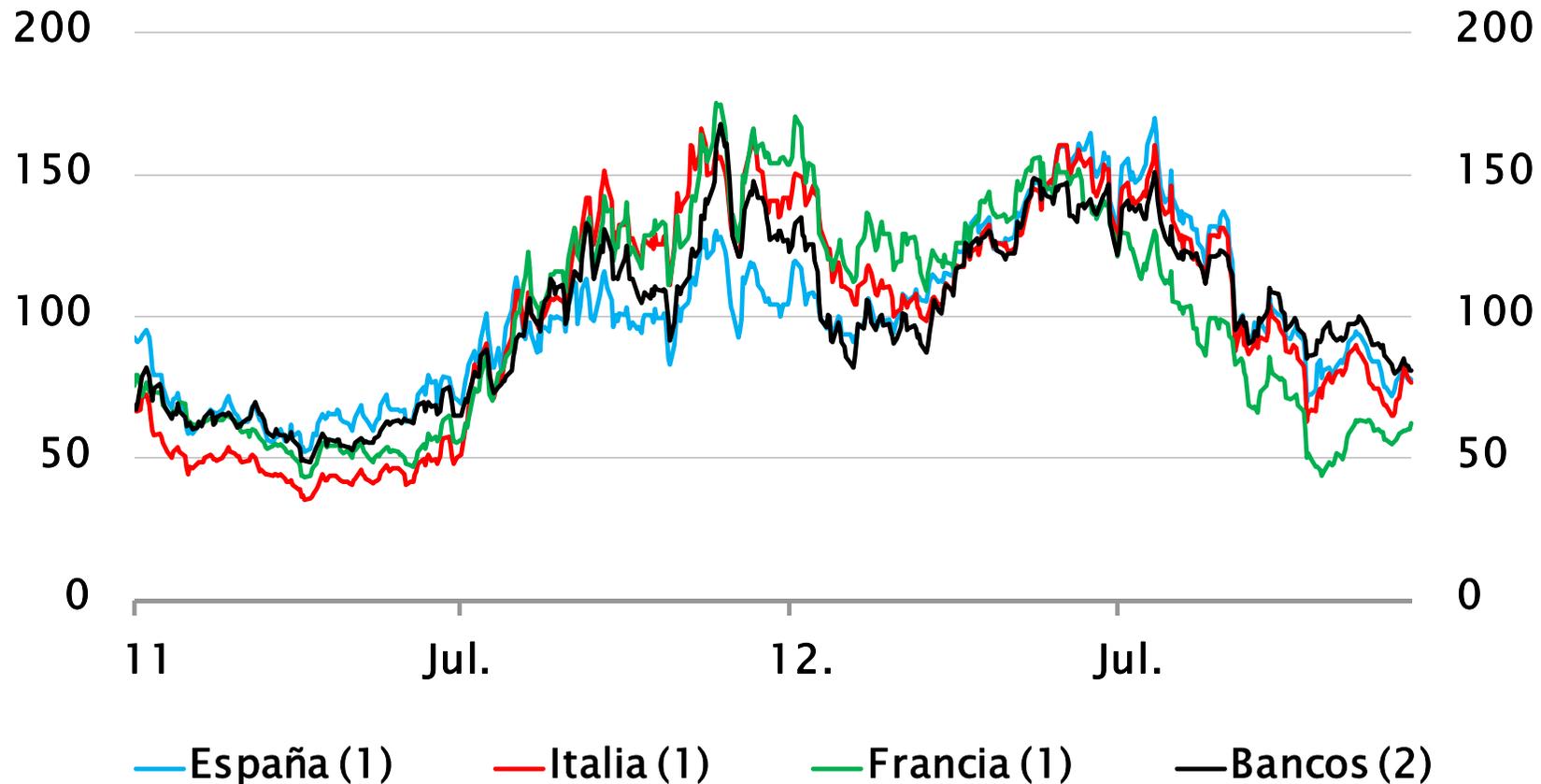
Escenario internacional



Los mercados financieros externos han mostrado mayor calma en los últimos meses. Sin embargo, aún resta un largo camino para lograr una solución a la crisis de la Eurozona.

Premios por riesgo soberano y por riesgo de *default* de bancos

(índice 2011-2012=100, puntos base)

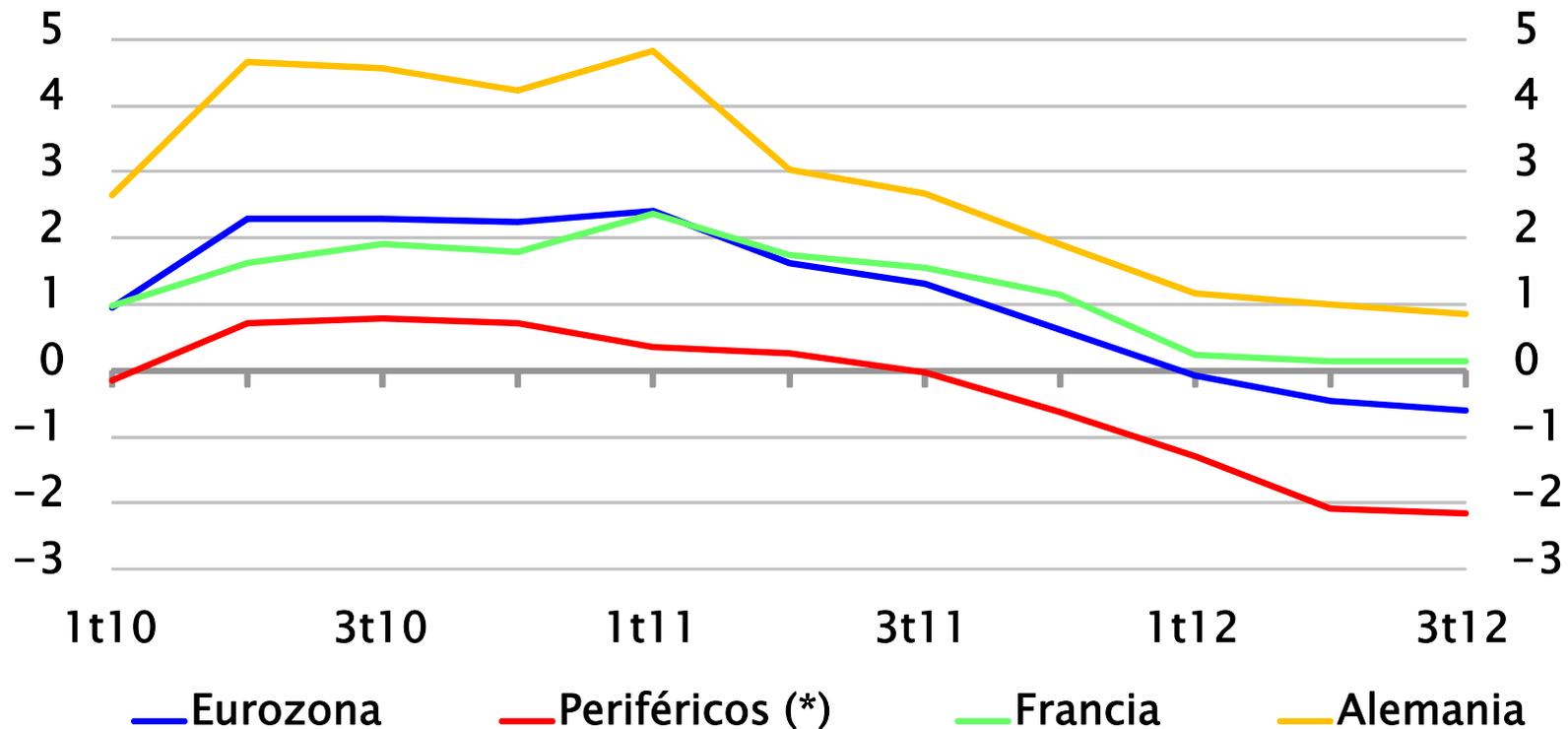


(1) Medidos a través de *CDS senior* a 5 años. (2) Promedio simple de las primas de *CDS* a 5 años de los principales bancos. Europa incluye Société Générale, Deutsche Bank, UBS AG, Santander, BBVA y UniCredit
Fuente: Bloomberg.



Destaca la mayor debilidad de las economías del centro de la Eurozona, que se habían mantenido relativamente ajenas a la difícil situación de las periféricas.

Crecimiento del PIB en la Eurozona (variación anual, porcentaje)

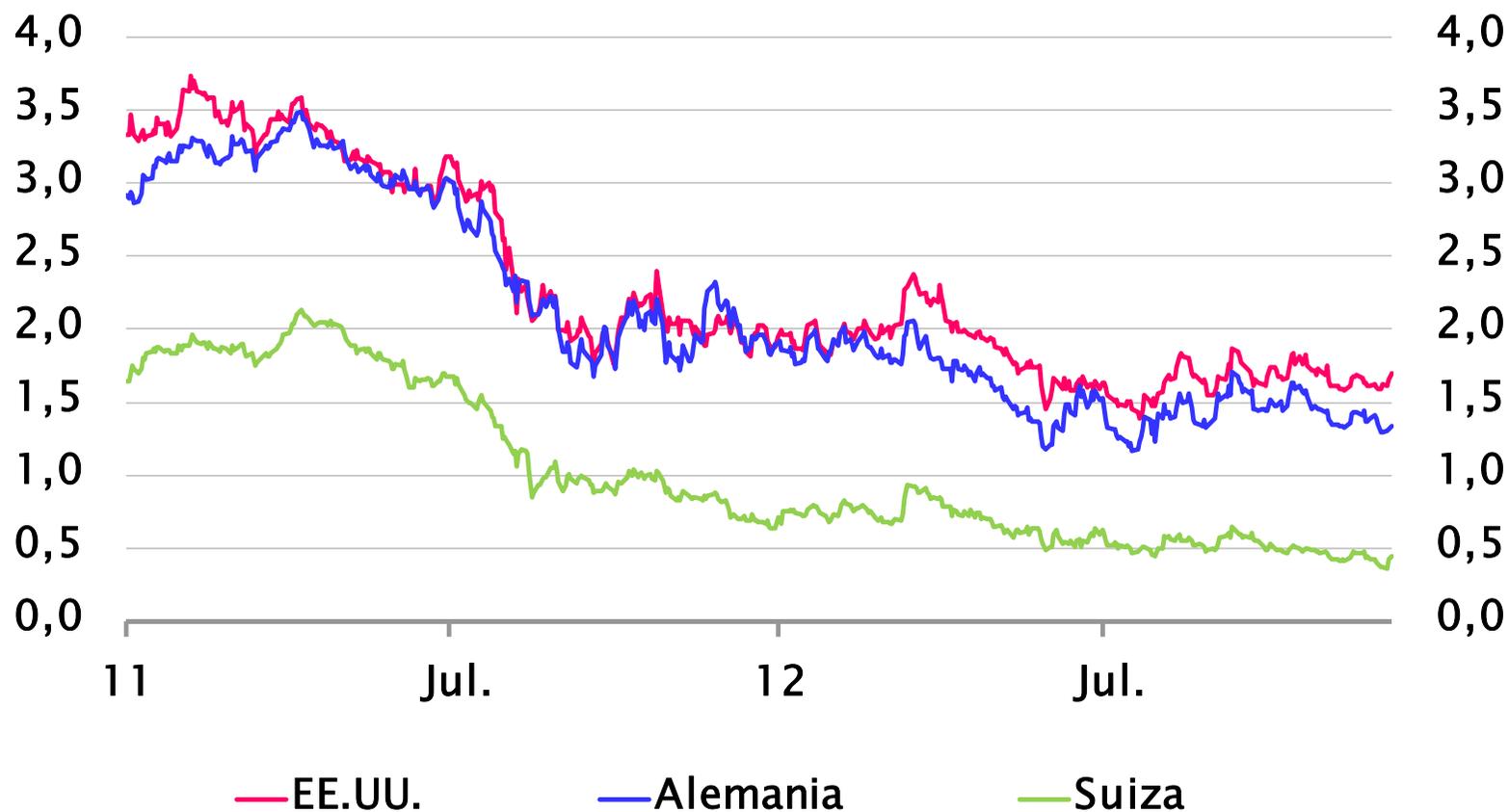


(*) Corresponde a Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Malta y Portugal. Fuente: BCCh en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



Los bancos centrales del mundo desarrollado han seguido impulsando, incluso intensificado, políticas monetarias extraordinariamente expansivas. Concordante con ello y con el debilitado panorama de crecimiento, las tasas de interés de los bonos se sitúan en torno a sus mínimos históricos.

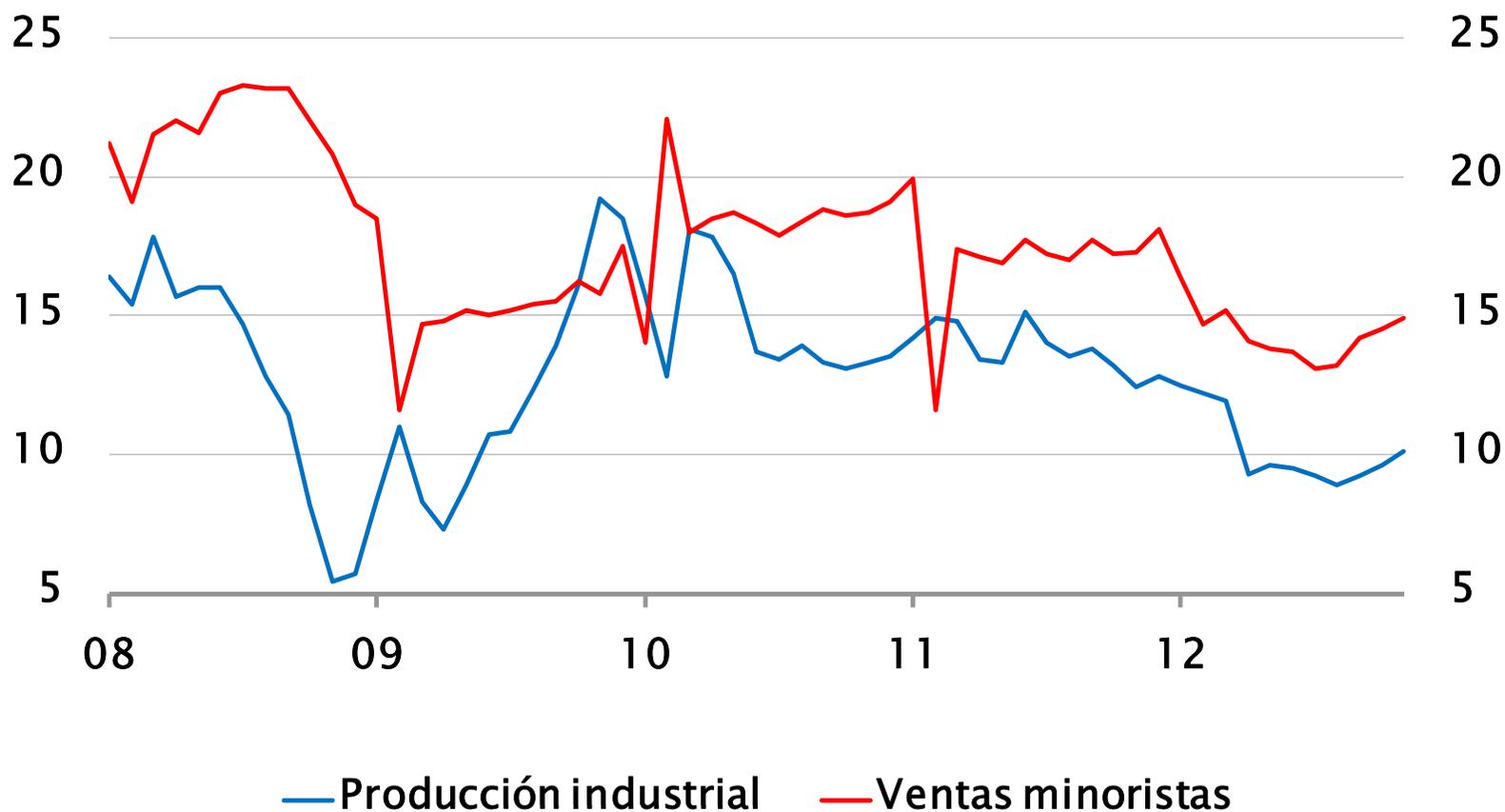
Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años plazo
(porcentaje)





El mundo emergente sigue con un desempeño mejor al del desarrollado, pero con una mayor diversidad. En China, los últimos datos indican que la desaceleración de buena parte del 2012 estaría revirtiéndose.

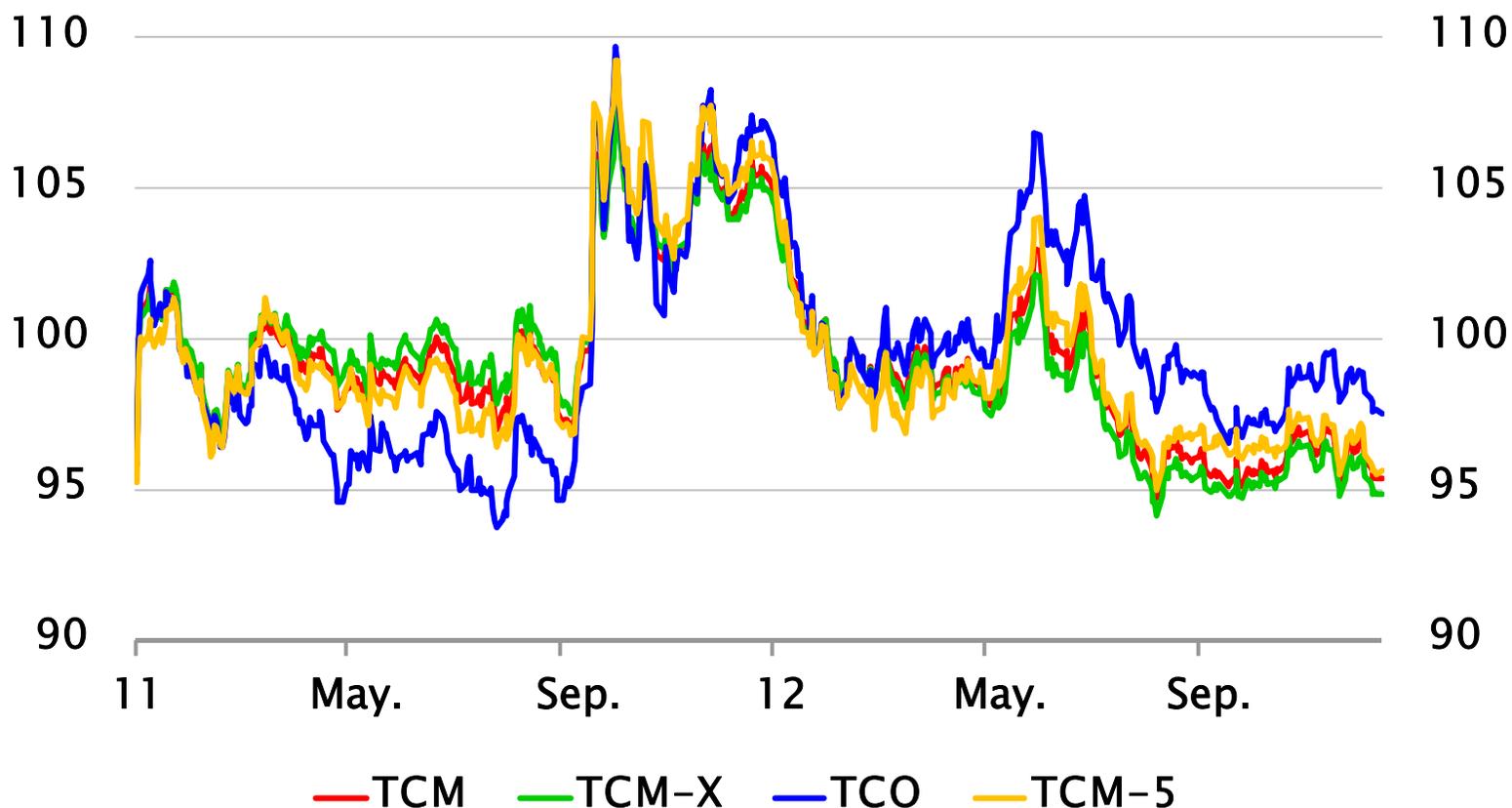
China: Indicadores de actividad
(variación anual, porcentaje)





En los últimos meses el dólar se ha depreciado levemente respecto de las principales monedas. A su vez, la paridad peso/dólar, aunque con vaivenes, está en niveles algo menores a los del IPoM anterior.

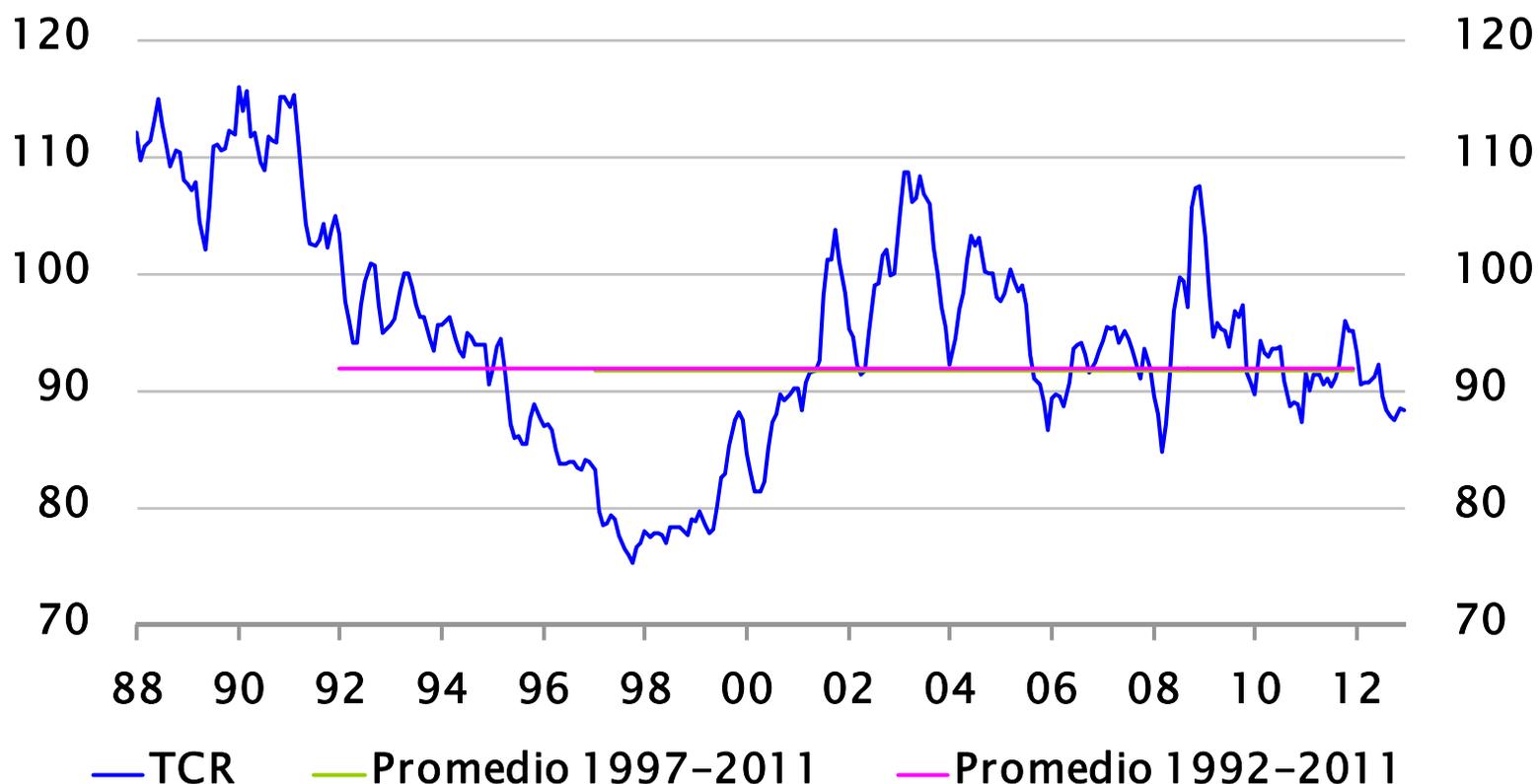
Tipo de cambio nominal (*)
(índice 02/01/2011-30/08/2012)





Por su parte, el tipo de cambio real no ha mostrado mayor variación desde el último IPoM y se estima que está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo de plazo.

Tipo de cambio real (*9)
(índice 1986=100)



(*) Cifra de diciembre incluye información hasta el 13 de diciembre de 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

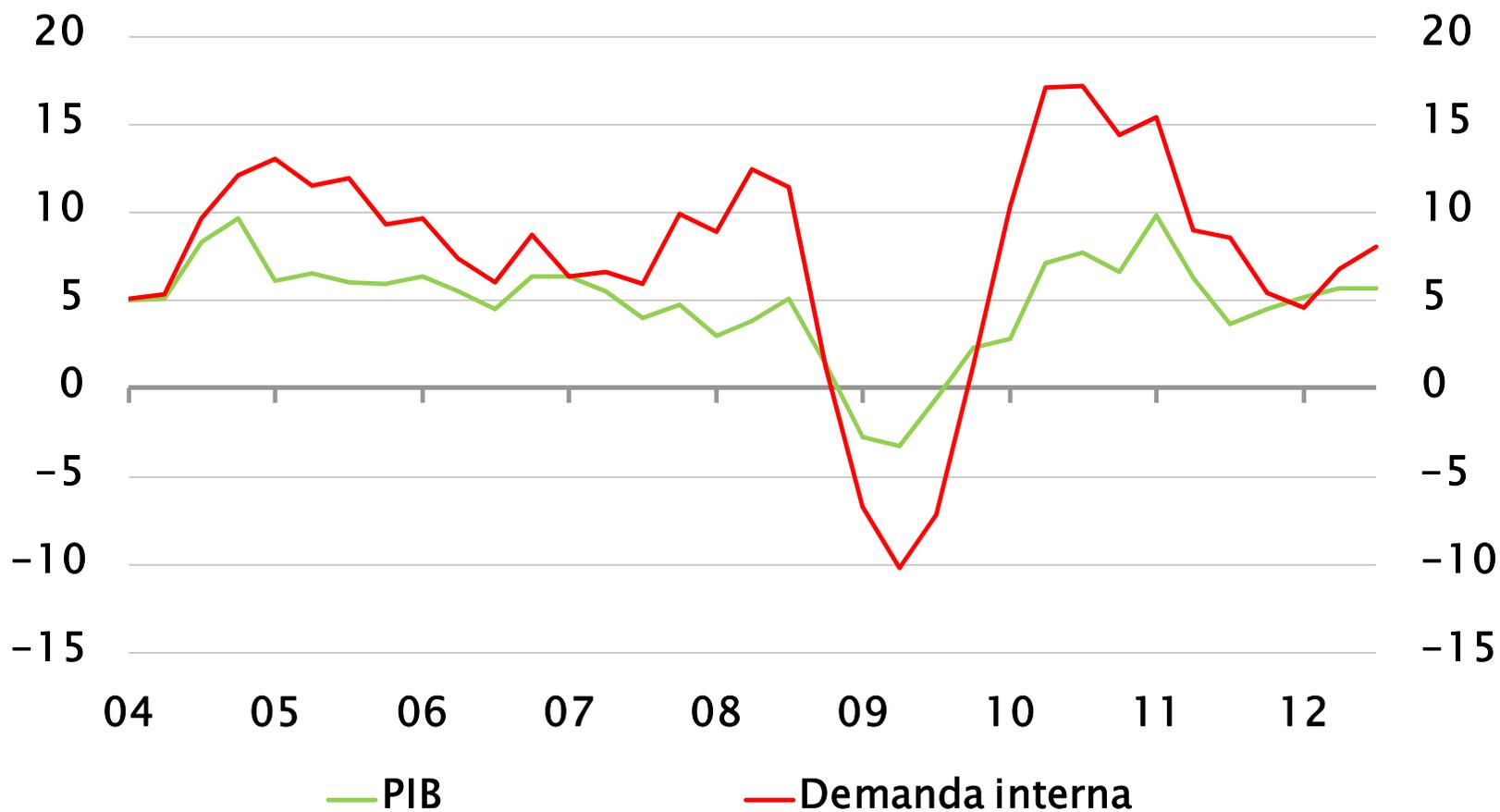


Escenario interno



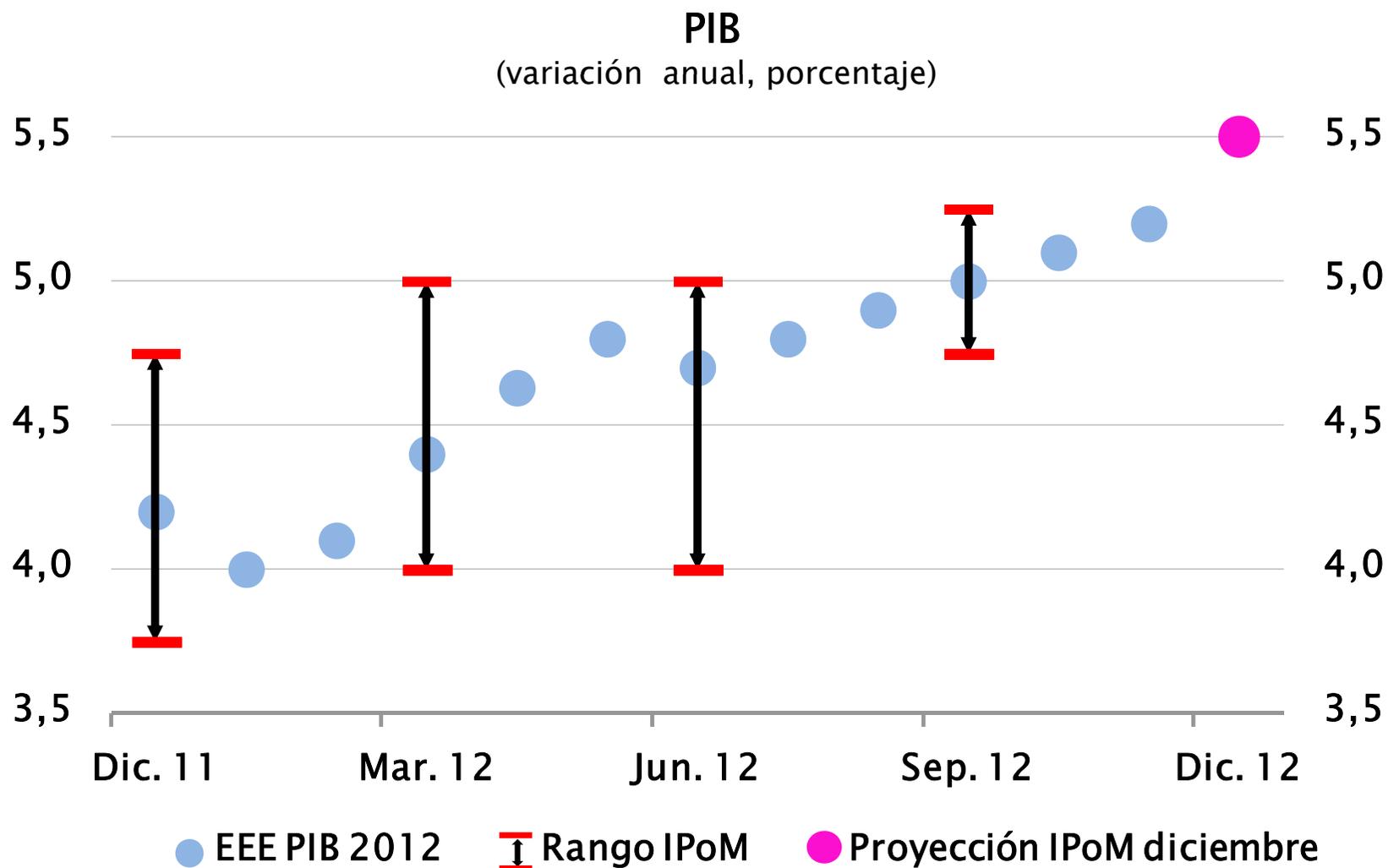
El año que termina ha traído buenas noticias, particularmente en materia de actividad.

PIB y demanda interna
(variación anual, porcentaje)





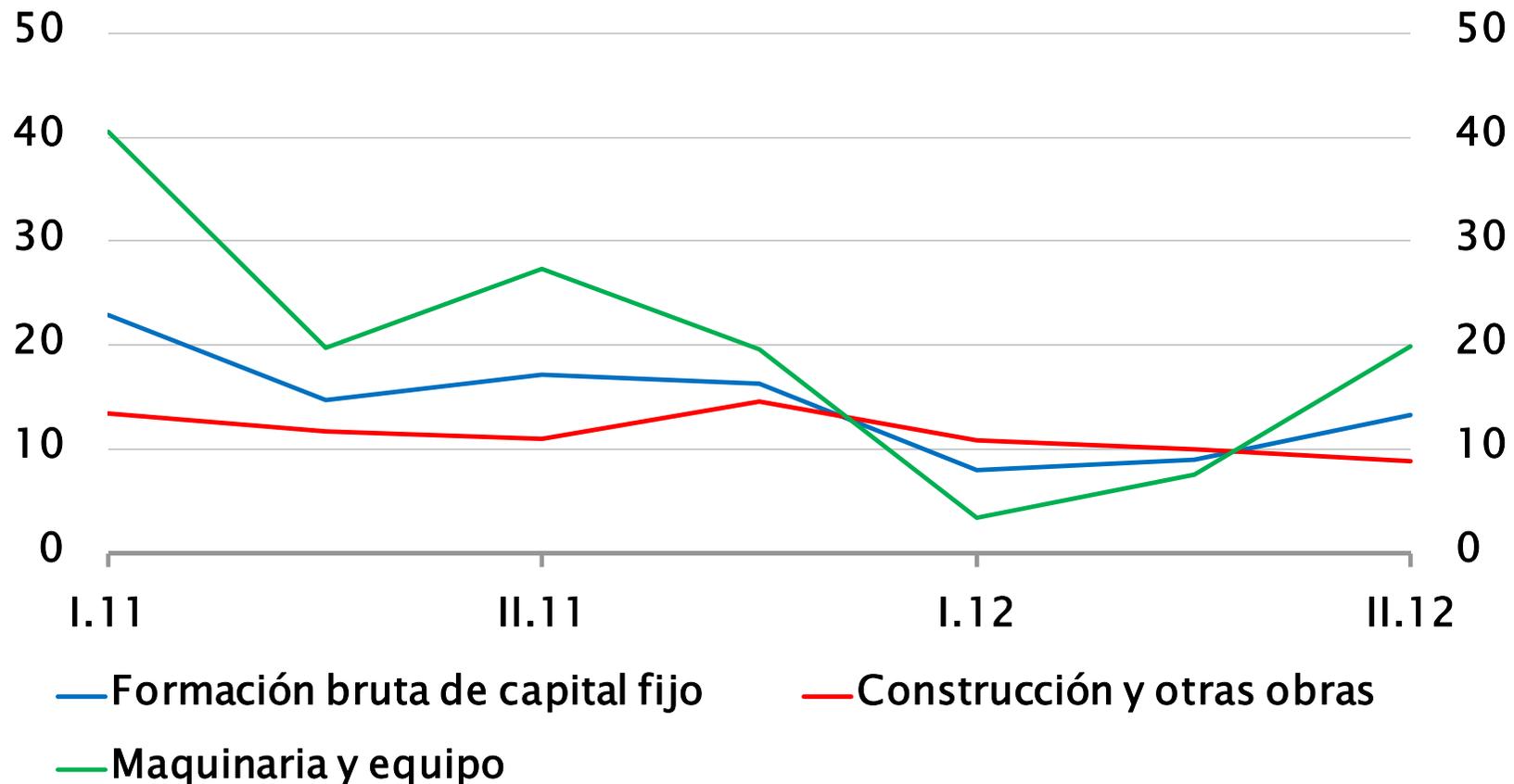
El crecimiento ha sorprendido durante el 2012. Tanto las proyecciones del IPoM como las privadas han tenido una sostenida revisión al alza en el último año. Para el 2012, prevemos un crecimiento de 5,5%.





El mayor dinamismo del gasto ha estado acompañado de un incremento en la inversión, especialmente en maquinaria y equipos.

Formación bruta de capital fijo
(variación anual, porcentaje)

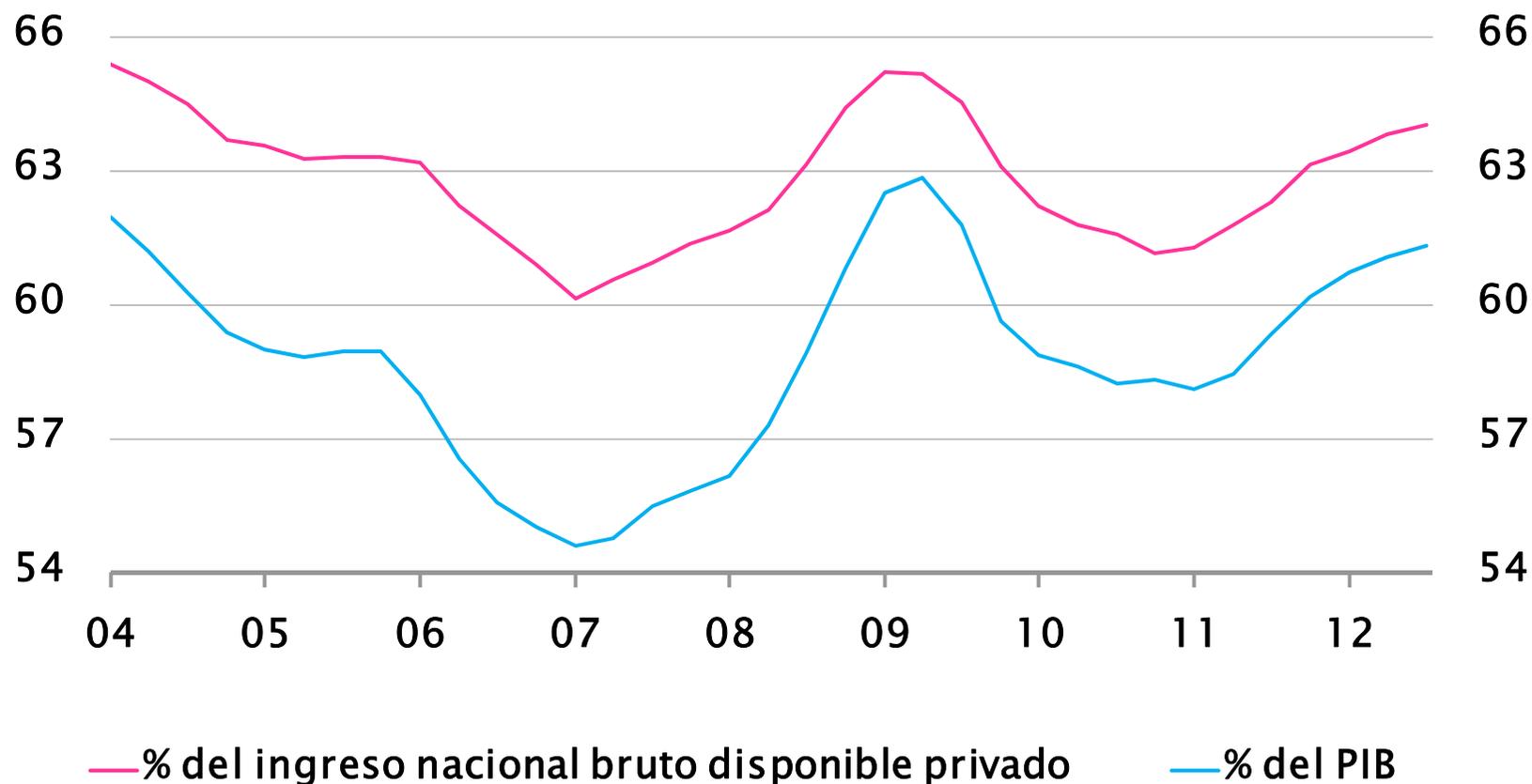


Fuente: Banco Central de Chile.



El consumo privado también ha sorprendido, pues ha sostenido un dinamismo más allá de lo previsto. Sin embargo, su evolución es acorde con el aumento del ingreso privado.

Consumo privado nominal
(acumulado en un año móvil)



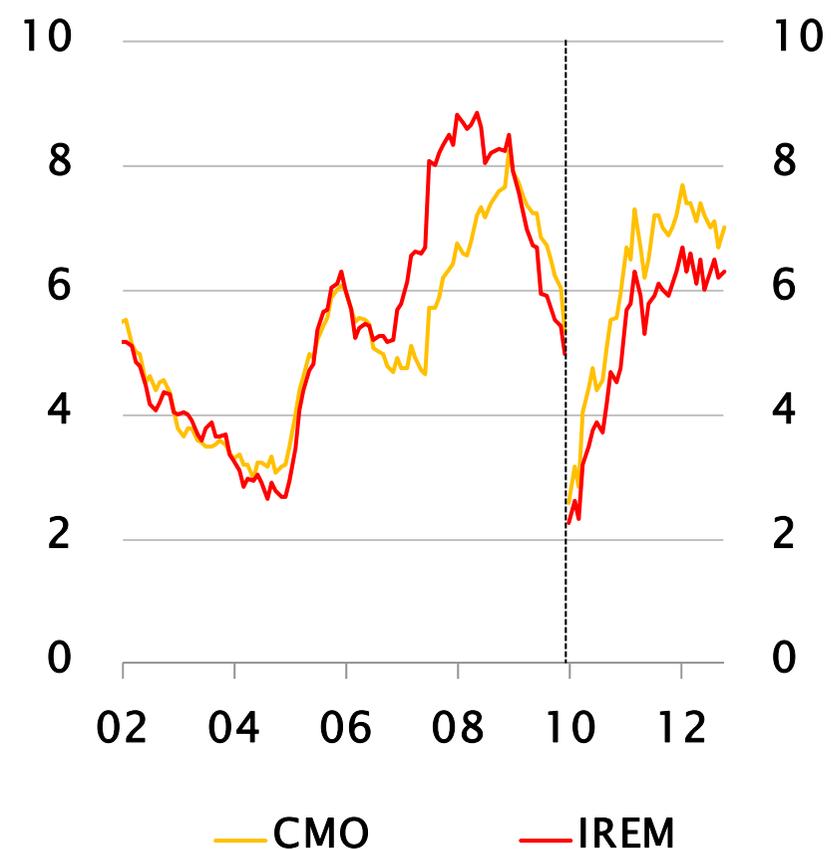


El incremento de los ingresos se sostiene en la evolución del mercado laboral, lo que impone un riesgo para la inflación.

Tasa de desempleo
(porcentaje)



Salarios nominales (*)
(variación anual, porcentaje)

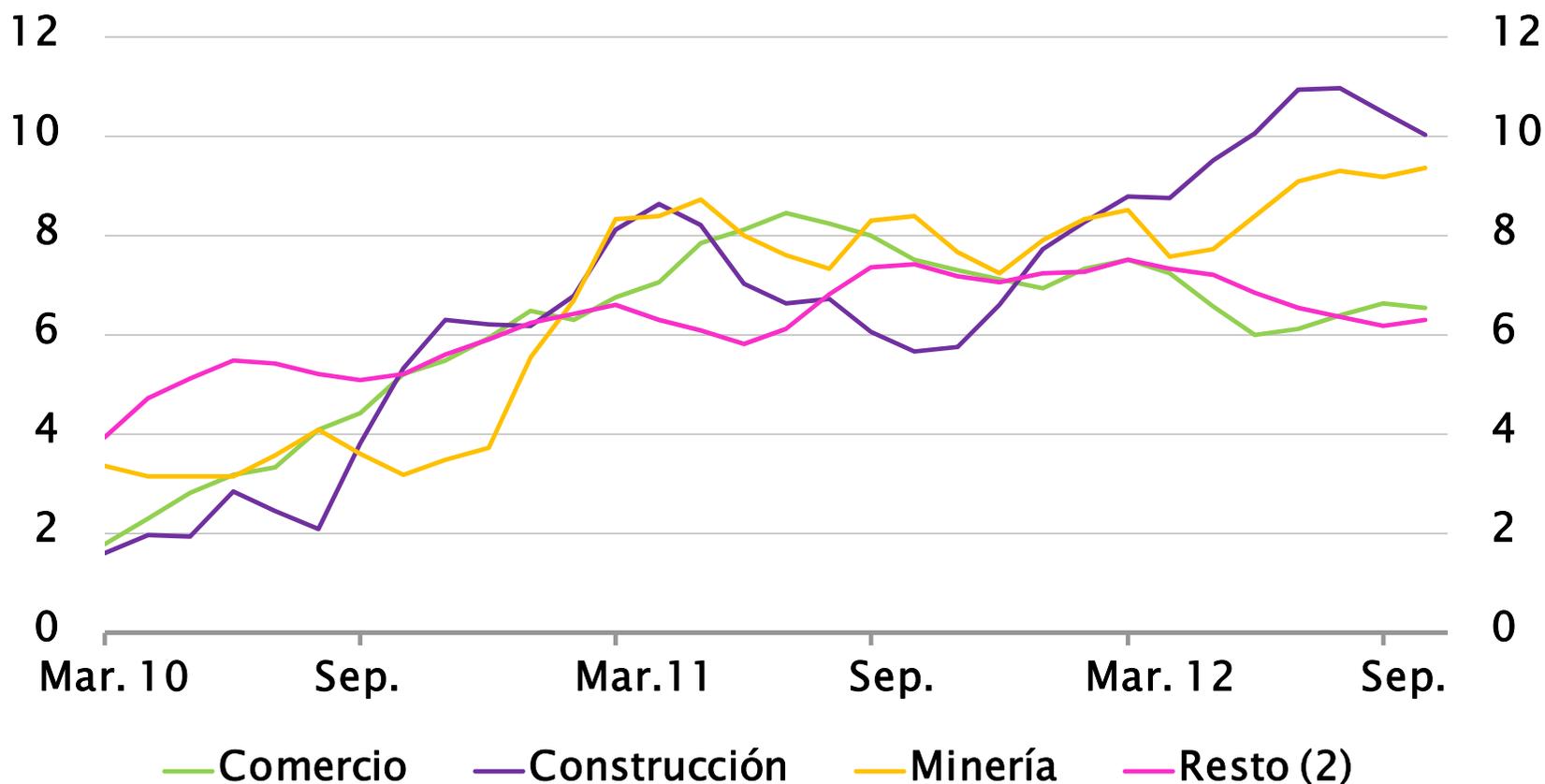


(*) A partir de enero de 2010 (señalizado con línea punteada) se utiliza el nuevo índice con base anual 2009=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las anteriores.



Sin embargo, hay heterogeneidad en la evolución de los salarios entre sectores y regiones. En algunos de ellos, la escasez de mano de obra es aguda, lo que se traduce en incrementos de remuneraciones superiores al promedio.

Costo de la mano de obra por sectores (1)
(variación anual, porcentaje)

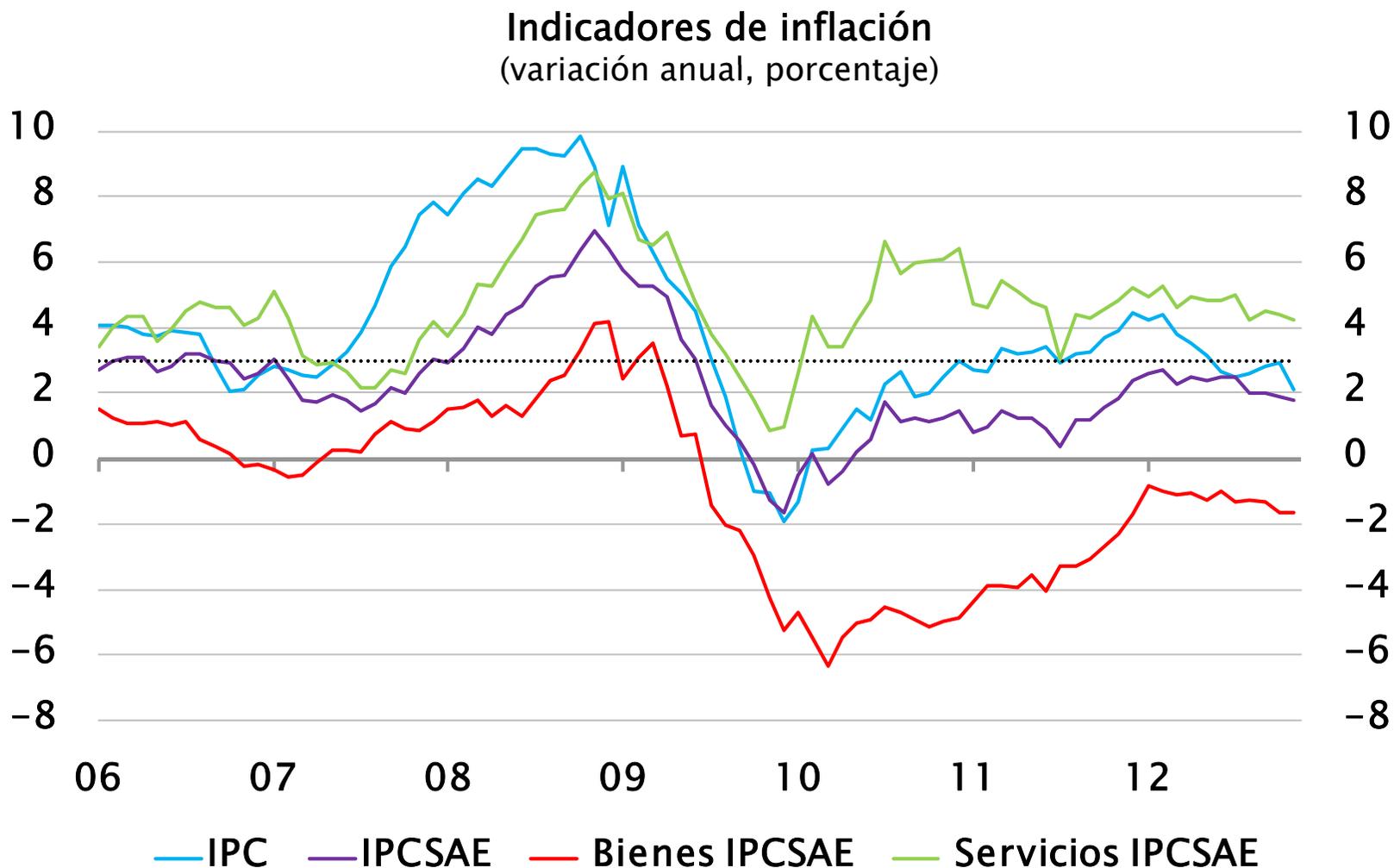


(1) Promedio móvil trimestral. (2) Corresponde a un promedio simple de los salarios en el sector del transporte, industria, EGA y servicios financieros.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



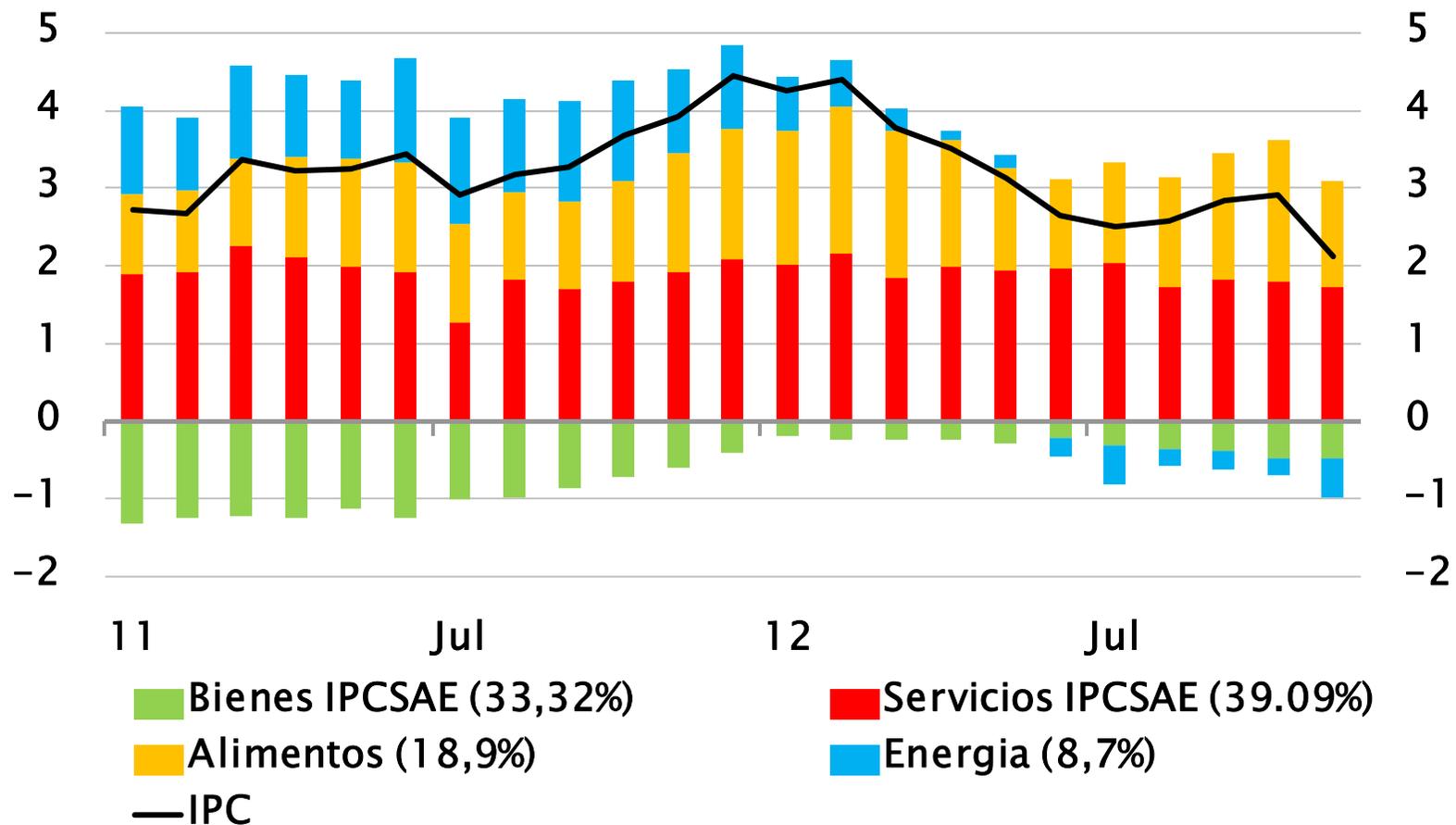
Pese al mayor dinamismo de la actividad y el gasto, la inflación es baja. De todos modos, persiste la diferencia entre el comportamiento de la inflación subyacente de bienes y de servicios.





En términos anuales, los alimentos y los servicios explican la inflación positiva. En tanto, la energía y el componente de bienes del IPCSAE continuaron con una incidencia negativa.

Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



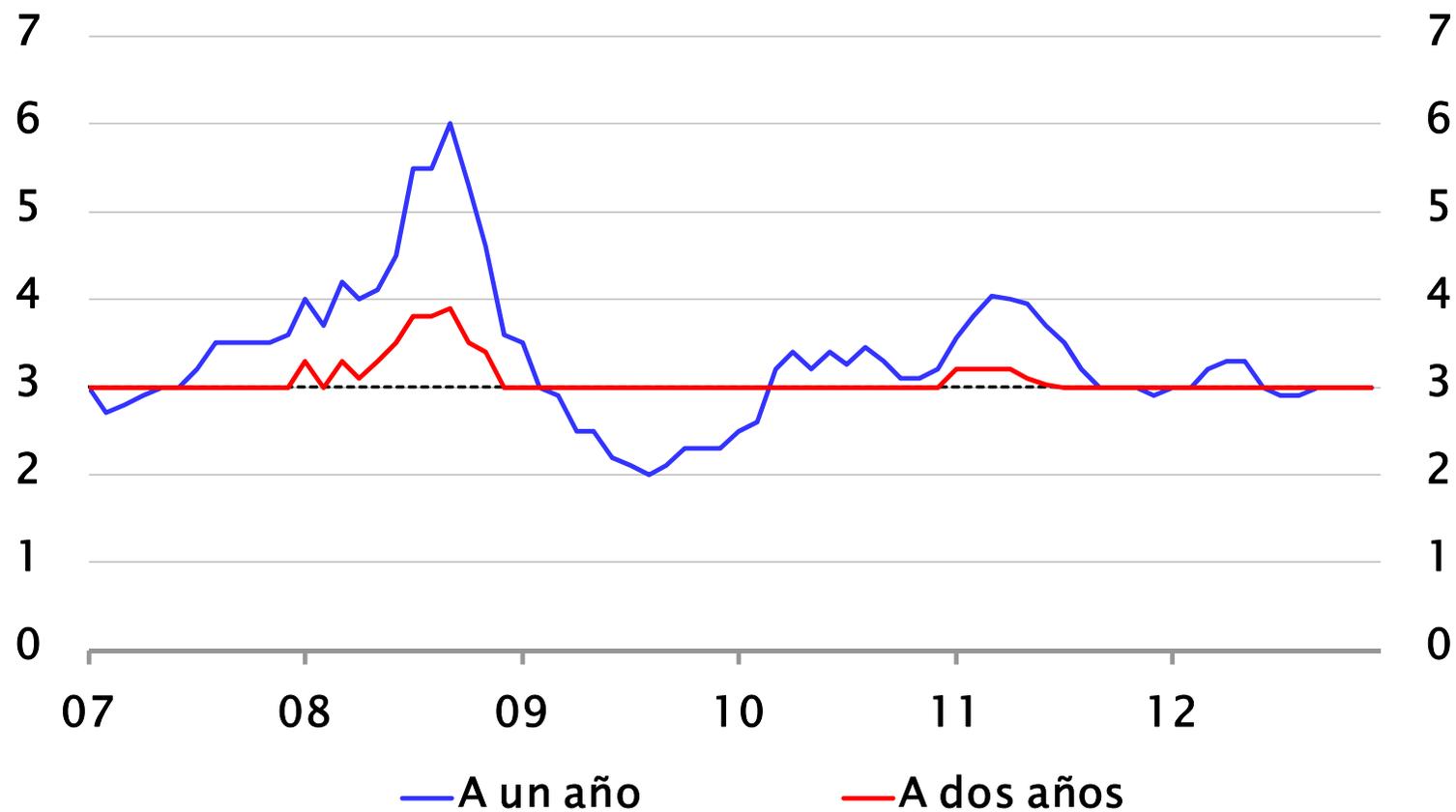
(*) Entre paréntesis participación en la canasta del IPC.

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



La preponderancia de los *shocks* de oferta en la inflación de los últimos meses se refleja en la estabilidad de las expectativas de inflación.

EEE: inflación
(variación anual, porcentaje)





Perspectivas



El escenario base prevé que en el 2013 y el 2014 el crecimiento mundial y de los socios comerciales de Chile promediará 3,6 y 3,8%, respectivamente, cifras similares a las del bienio 2011-2012.

Supuestos del escenario base internacional

	2011	2012 (f)		2013 (f)		2014 (f)	
		IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)					
Socios comerciales	4,2	3,5 ▼	3,3	3,8 ▼	3,5	4,3 ▼	4,0
Mundo a PPC	3,8	3,1 ▼	3,0	3,6 ▼	3,3	4,1 ▼	3,8
Estados Unidos	1,8	2,2 ▲	2,3	2,0 ▼	1,9	2,4 ▼	2,3
Eurozona	1,5	-0,4 ▼	-0,5	0,3 ▼	-0,3	1,7 ▼	1,2
Japón	-0,7	2,7 ▼	1,6	1,3 ▼	0,5	1,4 ▼	0,9
China	9,3	7,8 ▼	7,7	8,1 ▼	8,0	8,3 ▼	8,2
India	6,5	5,8 ▼	5,6	7,1 ▼	6,6	7,3 ▼	6,4
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	4,2	3,5 =	3,5	4,5 ▼	4,3	4,8 ▼	4,7
América Latina (excl. Chile)	4,4	3,0 ▼	2,8	3,4 ▼	3,3	3,9 ▼	3,7
		(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	355 ▲	361	340 =	340	350 =	350
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	111	113 ▼	112	109 ▼	105	103 ▼	100
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	0,5	-7,4 ▲	-5,0	-2,6 ▲	-0,8	1,3 =	1,3

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En Chile, la actividad crecerá a tasas en torno a su tendencia durante el 2013, con condiciones macroeconómicas que, en el escenario base, no tendrán grandes cambios respecto de hoy.

Proyección de crecimiento (variación anual, porcentaje)

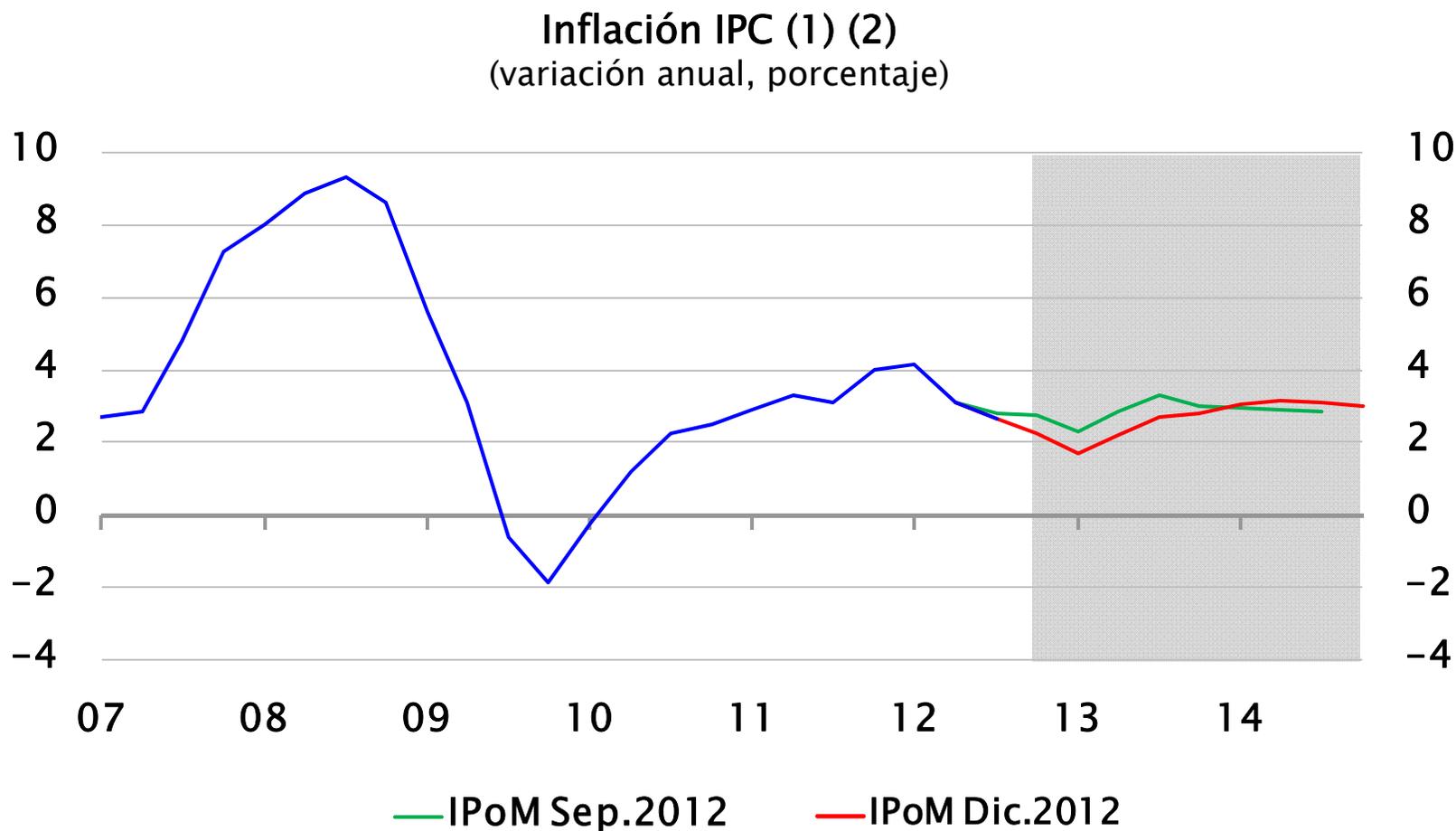
	2011	2012 (f)		2013 (f)	
		IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12
PIB	6,0	4,75-5,25	5,5	4,0-5,0	4,25-5,25
Demanda interna	9,4	5,6	6,6	5,5	5,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	5,5	6,8	5,8	6,0
Formación bruta de capital fijo	17,6	7,0	11,3	7,1	7,6
Consumo total	7,9	5,1	5,3	5,4	5,5
Exportaciones de bienes y servicios	4,6	3,5	2,7	3,6	3,0
Importaciones de bienes y servicios	14,4	4,0	5,5	5,8	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-3,2	-3,8	-4,4	-4,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



La variación anual del IPC se ubicará bajo 2% por algunos meses, para luego retornar a 3% en el curso del 2013.

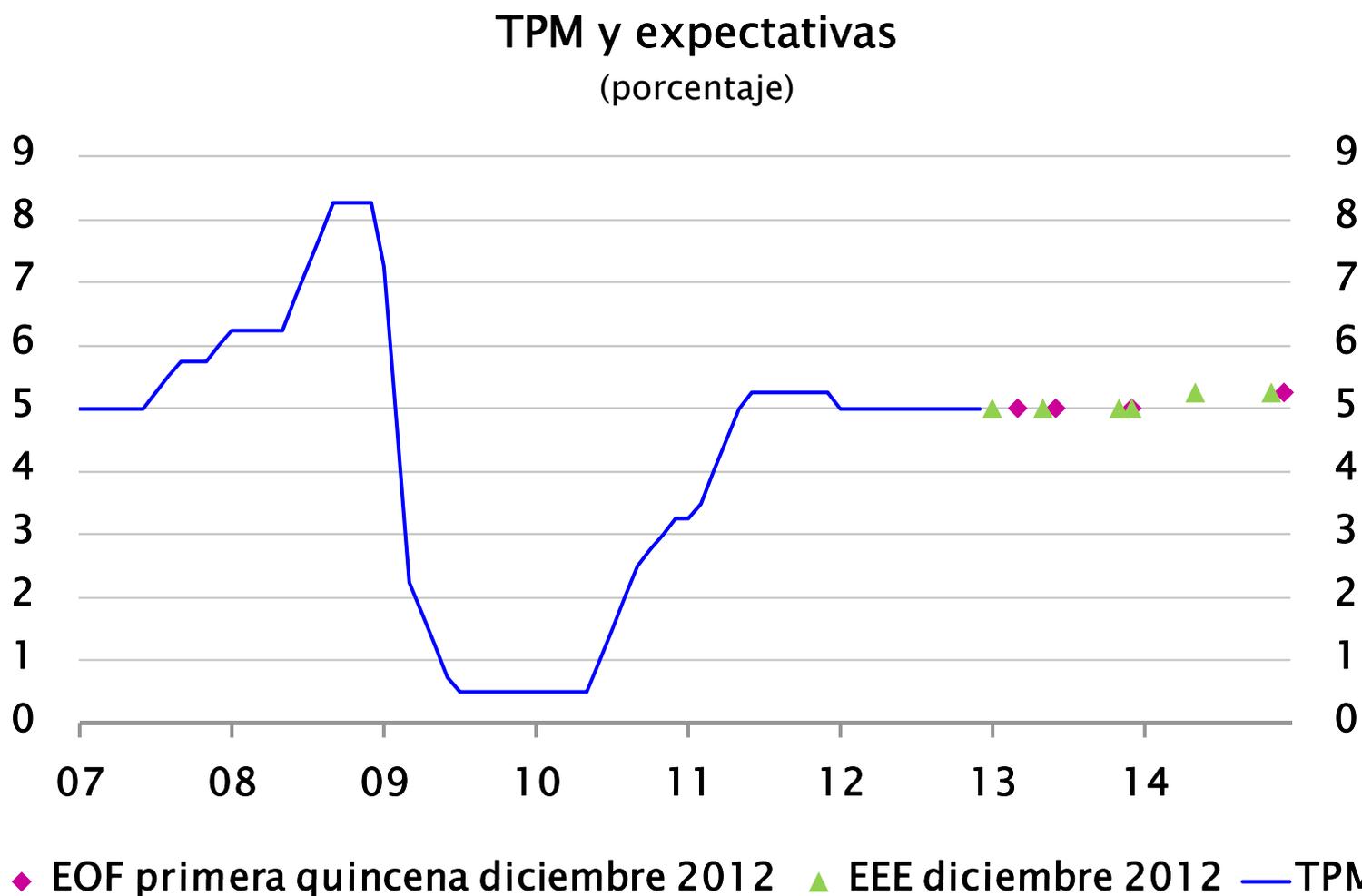


(1) Para diciembre del 2012 se considera la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE. (2) El área gris, a partir del cuarto trimestre de 2012, corresponde a la proyección.

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



El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria estable, como la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este Informe.





Evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación están equilibrados. En esta coyuntura, los principales riesgos externos son:

- Profundización de la crisis en la Eurozona (principal riesgo):
 - Dificultad en la concreción de acuerdos.
 - Desaceleración más intensa de Alemania o Francia.
 - Episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros.
- Ajuste fiscal severo en Estados Unidos.
- Reducción del ritmo de crecimiento en el mundo emergente.



Por su parte, los principales riesgos internos mencionados en el IPoM son:

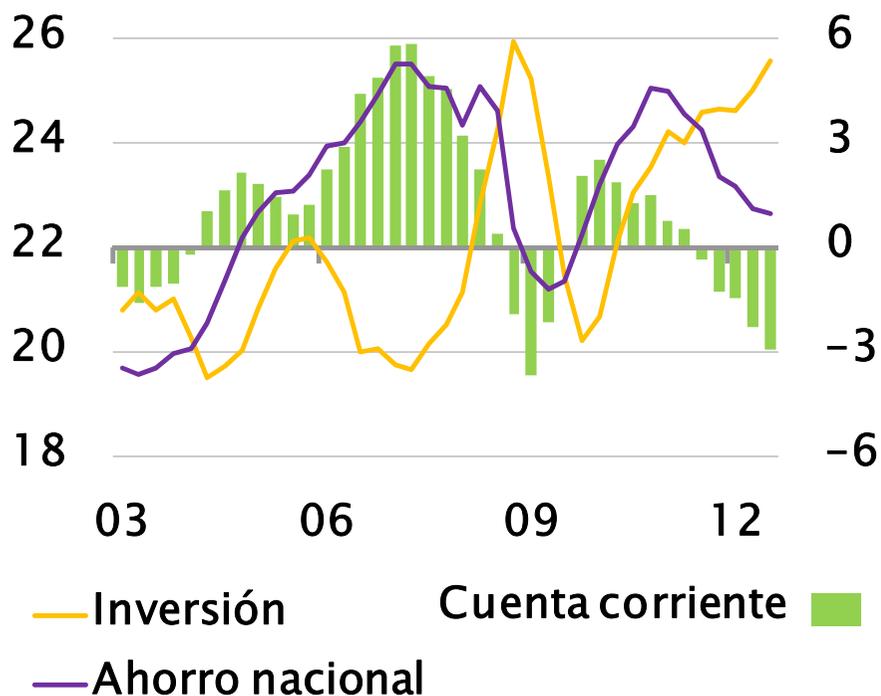
- Riesgos inflacionarios de mediano plazo que se podrían materializar debido un mayor dinamismo de la demanda interna en un contexto de uso intensivo de capacidad instalada.
- Ampliación del déficit en cuenta corriente, con el consiguiente aumento de la vulnerabilidad externa, como resultado de ese mismo mayor dinamismo de la demanda.



Respecto del déficit en cuenta corriente se debe tener presente, sin embargo, que éste se origina por un aumento de la inversión y que está financiado en medida importante con inversión extranjera directa. Todo ello mitiga en parte los riesgos.

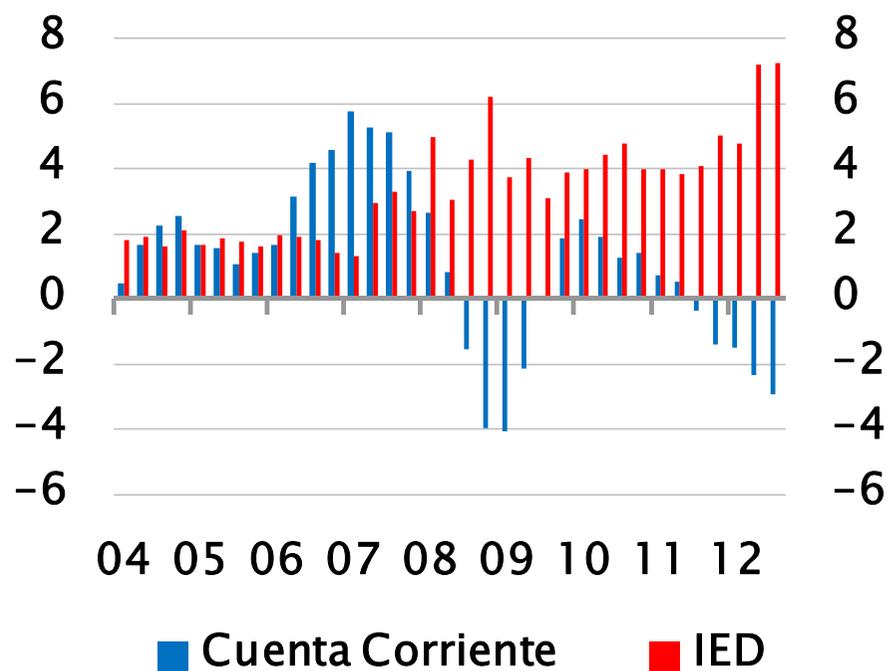
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión

(acumulado en un año móvil, porcentaje del PIB)



Cuenta corriente e inversión extranjera directa

(acumulado en un año móvil, porcentaje del PIB)





Adicionalmente están los riesgos internos que menciona el Informe de Estabilidad Financiera, que son:

- Dinámica del sector inmobiliario.
- Expansión del crédito en los bancos de tamaño intermedio.



Durante los últimos trimestres, ciertas zonas y tipos de construcciones han observado un persistente aumento de los precios inmobiliarios.

Crecimientos de precios de vivienda (1)
(crecimiento real anual, porcentaje)

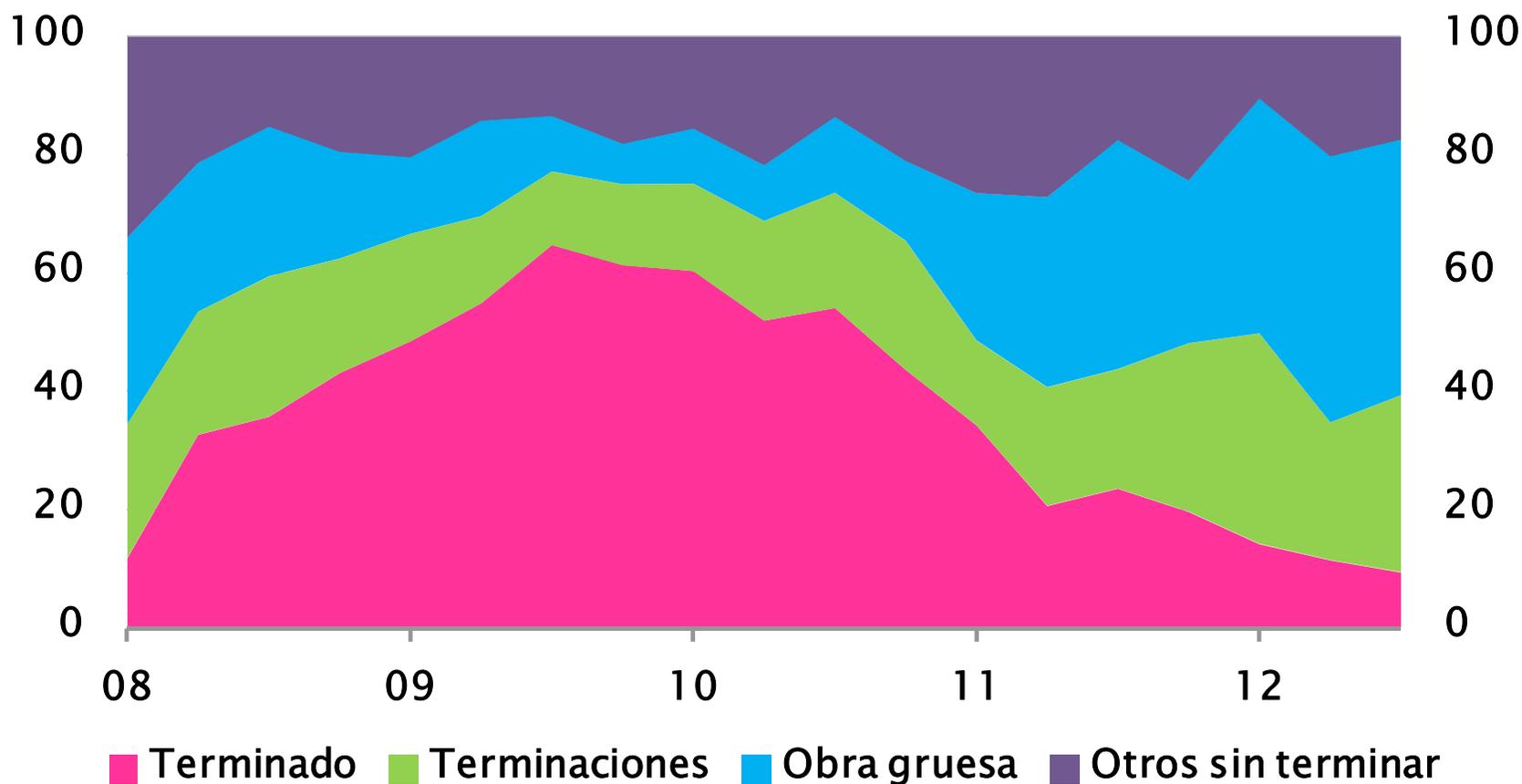
	2002-2007	2009-2T2012
Total nacional (2)	3,1	5,7
Promedio comunas con aumentos significativos (3)	1,6	8,3

(1) Crecimiento anualizado promedio entre el primer trimestre del año inicial y el último trimestre del año final, en cada caso. (2) Obtenido mediante método estratificado. (3) Promedio de comunas con quiebres estructurales en crecimiento, de acuerdo con metodología de Ferreira y Gyourko (2011). Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.



Parte de los riesgos se vinculan a la inercia de la oferta, por el rezago en la construcción de los proyectos. Un cambio abrupto en las condiciones macroeconómicas podría conducir a ajustes significativos en los precios.

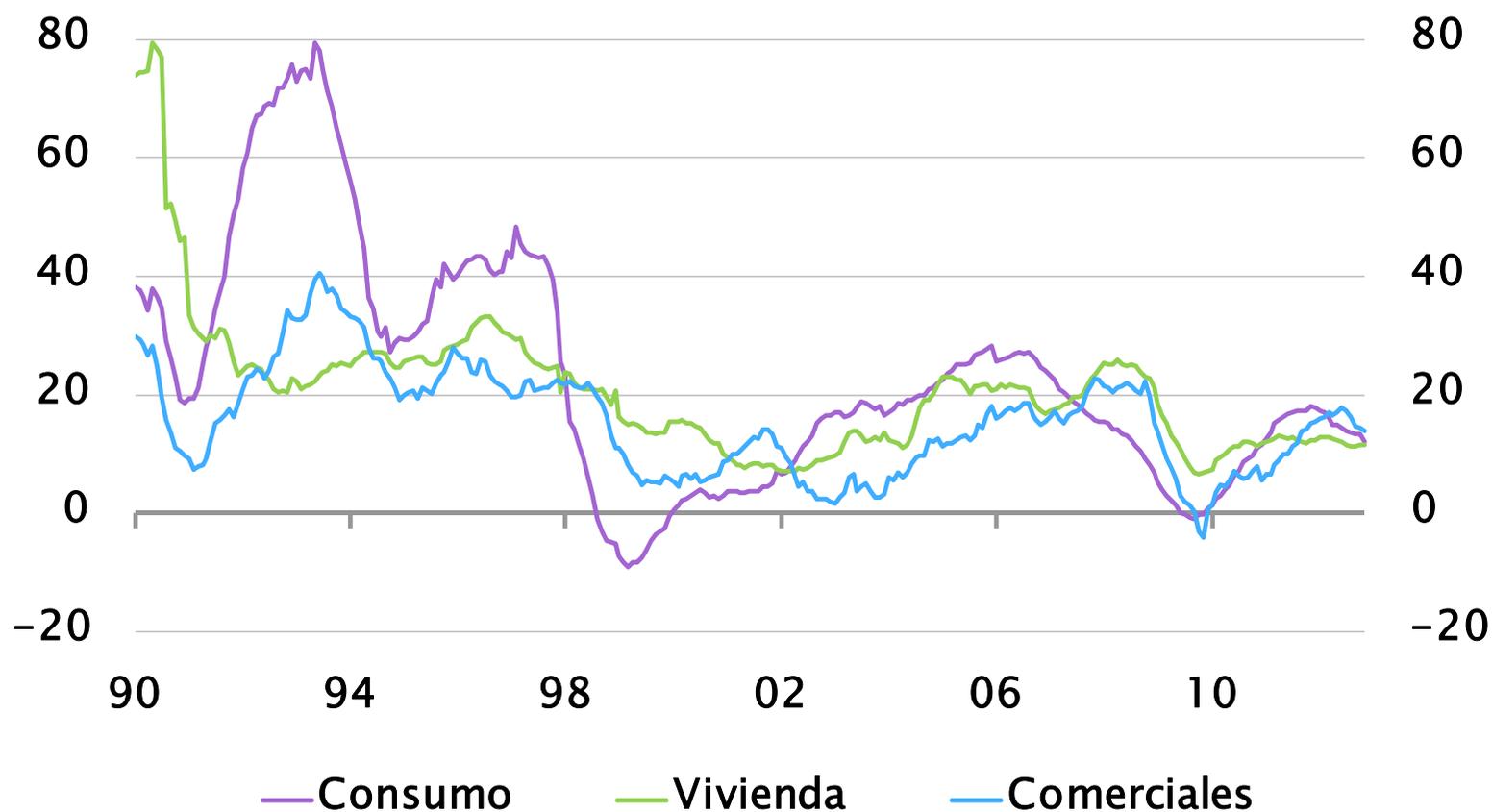
Ventas de casas según estado de obra
(porcentaje del total)





Sin perjuicio de lo señalado para los bancos de tamaño medio, en el crédito agregado no se observa un aumento significativo, que esté dando cuenta de un sobre endeudamiento en la economía en su conjunto.

Colocaciones nominales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)





Comentarios finales

- La economía chilena se encuentra en un buen pie.
- Los resultados de este año han sido positivos y las perspectivas para el próximo (en el escenario base) son promisorias.
- Sin embargo, existen riesgos relevantes de origen tanto externo como interno, que deben ser monitoreados con atención.
- La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales.
- El Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.