



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2006

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enero 2007

Vittorio Corbo
Presidente



Informe de Estabilidad Financiera Segundo Semestre 2006



Estabilidad Financiera

- Las condiciones de financiamiento en mercados internacionales se mantienen muy favorables: bajos premios por riesgo y tasas de interés relativamente bajas.
- La principal amenaza proviene de una eventual reversión abrupta de la baja valoración de riesgos en los mercados internacionales.
- Entre los usuarios de crédito, las empresas del Registro SVS y el Gobierno Consolidado muestran importantes mejoras en sus indicadores financieros contribuyendo a la estabilidad financiera.



Estabilidad Financiera

- A noviembre 2006, los créditos a los hogares continuaban creciendo con fuerza, aunque se observa una moderación en los últimos meses.
- Los emisores de crédito de consumo y sus clientes deben evaluar cuidadosamente los riesgos de nuevos créditos en un entorno cíclico más cercano a condiciones de largo plazo que en años recientes.
- La banca muestra una fuerte expansión del crédito, apoyada por una flexibilización de montos y plazos, especialmente para clientes con historial crediticio. Las colocaciones comerciales aumentan en sectores más sensibles al ciclo económico.



Estabilidad Financiera

- Ejercicios de tensión sobre la banca muestran un impacto acotado de escenarios extremos en la robustez del sistema.
- En el ámbito del financiamiento externo, la clasificación de riesgo y el techo país mejoraron el 2006. La posición de inversión y de liquidez internacional también han mejorado, por la contribución tanto del sector público como de inversionistas institucionales.
- Ambos factores permiten anticipar una menor sensibilidad del acceso al financiamiento externo de la economía ante un deterioro del escenario internacional.



Informe de Política Monetaria Enero 2007



Estructura

- I. Puntos Destacados
- II. Escenario Internacional
- III. Escenario Interno
- IV. Perspectivas de Inflación y Crecimiento
- V. Escenarios de Riesgo
- VI. Conclusiones



I. Puntos Destacados



Puntos Destacados

- La inflación total y subyacente ha descendido a valores entre 2 y 3%, significativamente por debajo de lo proyectado en septiembre.
- El Banco Central muestra su capacidad de reaccionar a cambios en el escenario central ajustando la PM de acuerdo a las implicancias de este nuevo escenario para la inflación proyectada.
- Se proyecta que, en el escenario más probable, la brecha de capacidad persistirá por varios trimestres.
- La inflación total y la subyacente se ubicarían cerca de 2% por algunos trimestres de este año y el próximo, para luego converger a 3% en el horizonte de política.



II. Escenario Externo



Escenario Externo: Actividad

- El crecimiento mundial no presenta cambios relevantes respecto de septiembre, aunque se detecta un cambio en su composición.
- Para el 2007–2008 el panorama externo sigue siendo favorable, con un crecimiento mundial algo menor que el del 2006.



Crecimiento Mundial (*)

(porcentaje)

	Promedio	Promedio	2006 (e)		2007 (f)		2008 (f)	
	1990-99	2000-05	Sep.06	Ene.07	Sep.06	Ene.07	Sep.06	Ene.07
Mundo	3,2	4,1	5,2 ▲	5,3	4,7 =	4,7	4,7 ▲	4,8
Mundo (TCN mercado)	2,4	2,9	3,8 =	3,8	3,3 ▼	3,1	3,2 ▲	3,3
Estados Unidos	3,1	2,6	3,5 ▼	3,3	2,7 ▼	2,3	3,0 ▲	3,1
Zona Euro	2,2	1,8	2,3 ▲	2,7	1,8 ▲	1,9	1,9 =	1,9
Japón	1,5	1,6	2,8 ▼	2,1	2,4 ▼	1,8	1,9 ▲	2,0
China	9,9	9,4	10,3 ▲	10,5	9,0 ▲	9,5	8,8 ▲	9,2
Resto de Asia	5,4	4,8	4,7 ▲	5,2	4,9 ▼	4,8	4,6 ▲	5,1
América Latina	2,8	2,7	4,7 ▲	4,9	4,0 ▲	4,4	3,9 ▲	4,0
Exp. de Productos Básicos	2,7	3,1	3,0 ▼	2,7	3,0 ▼	2,7	3,0 =	3,0
Socios Comerciales	3,2	3,2	4,4 ▲	4,5	3,8 ▼	3,7	3,8 ▲	3,9

(*) Cifras a tipos de cambio de mercado y PPC, en base a cifras del WEO de septiembre de 2006, FMI.

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: FMI, Consensus Forecast y Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión.



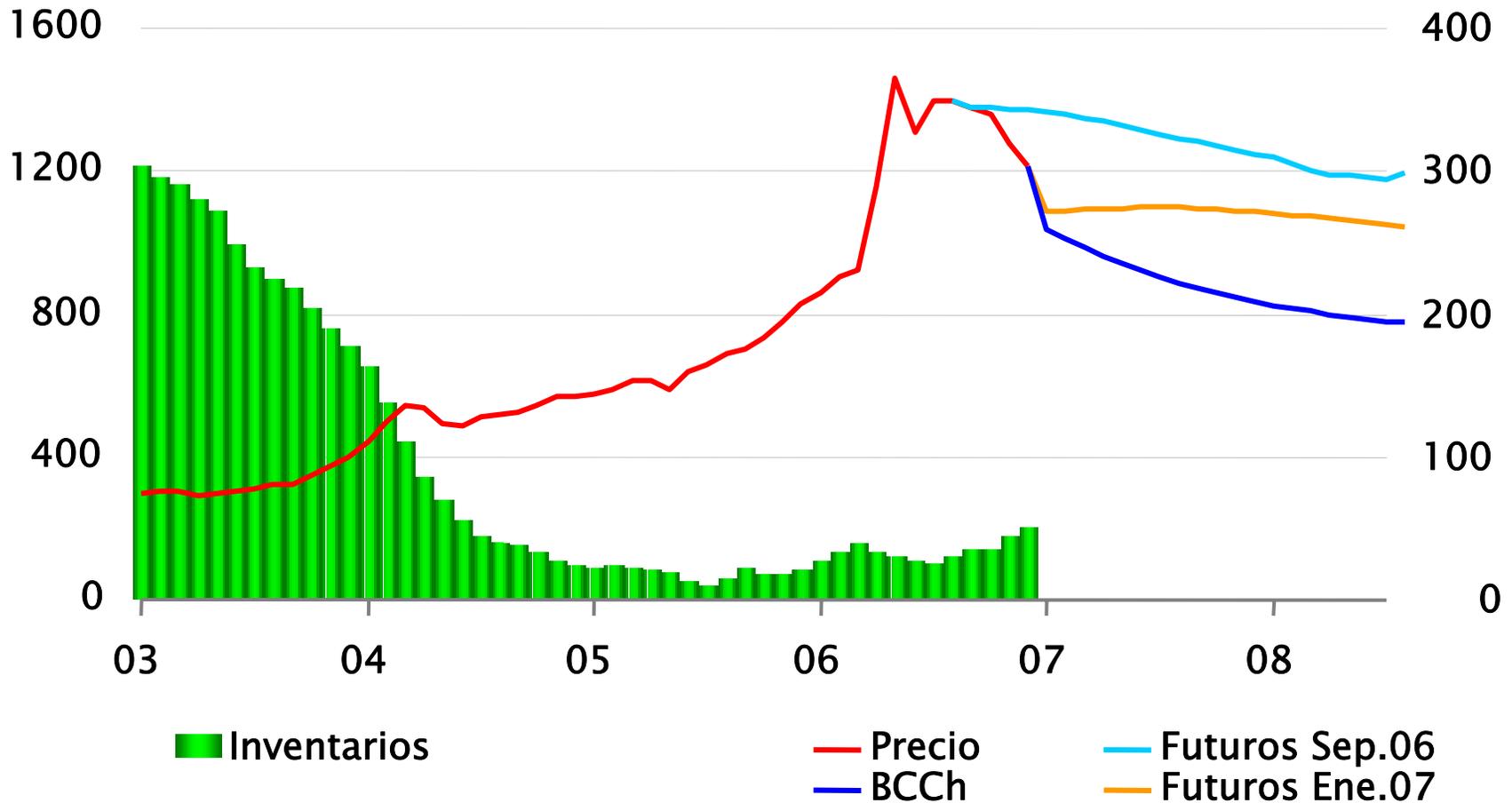
Escenario Externo: Precio de Bienes Básicos

- Los principales cambios de los últimos meses son el descenso en los precios del petróleo y del cobre.
- Hacia delante se supone una reducción lenta de los precios de estos y otros productos básicos.
- Se espera una caída en los términos de intercambio el 2007 y 2008.



Mercado del Cobre (*)

(centavos de dólar por libra, toneladas métricas)

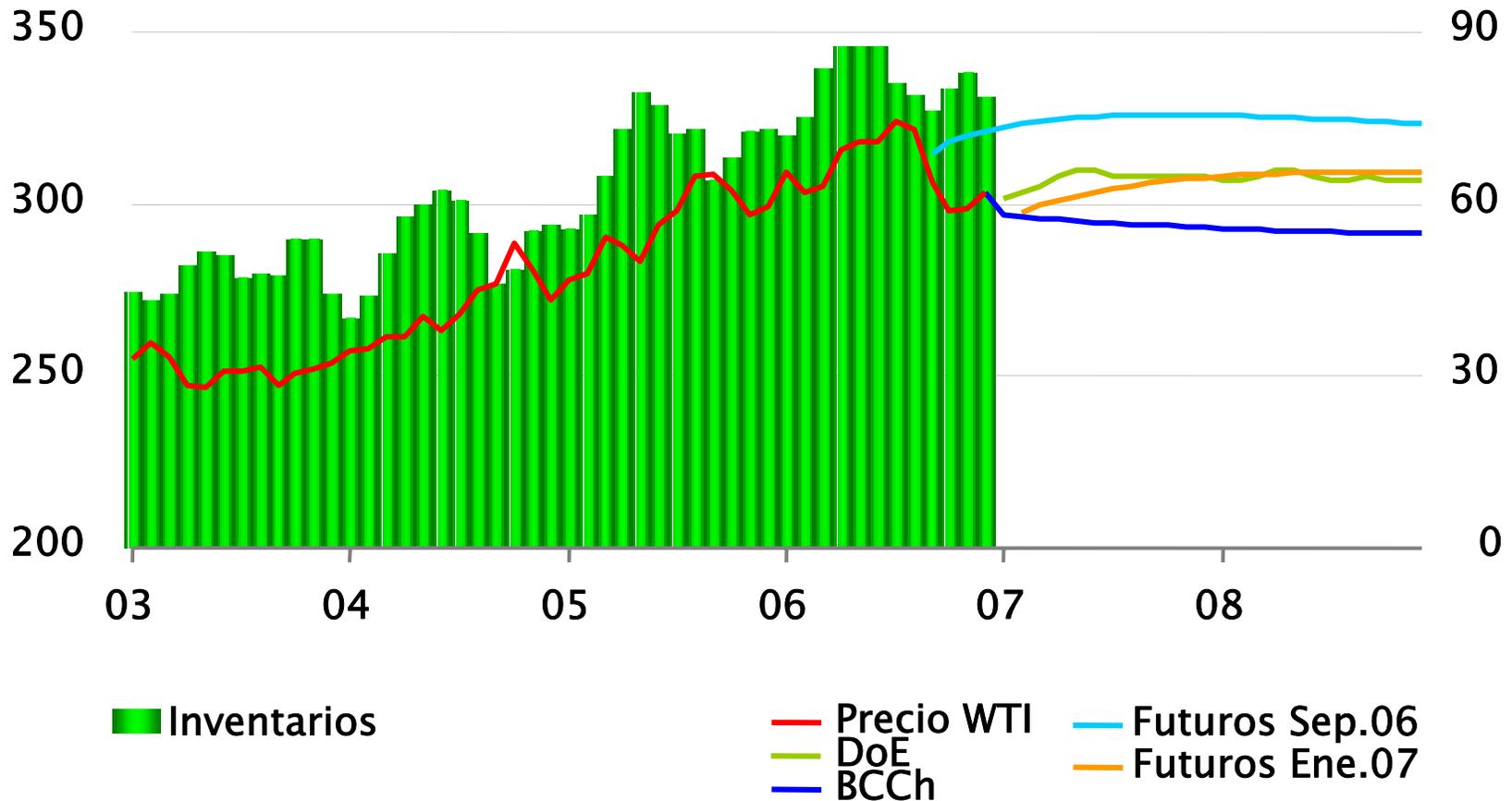


(*) Futuros consideran promedio de los últimos 10 días hábiles al 9 de enero de 2007.
Fuente: Bloomberg.



Mercado del Petróleo (*)

(dólares por barril, millones de barriles)



(*) Futuros consideran promedio de los últimos 10 días hábiles al 9 de enero de 2007.
Fuente: Bloomberg.

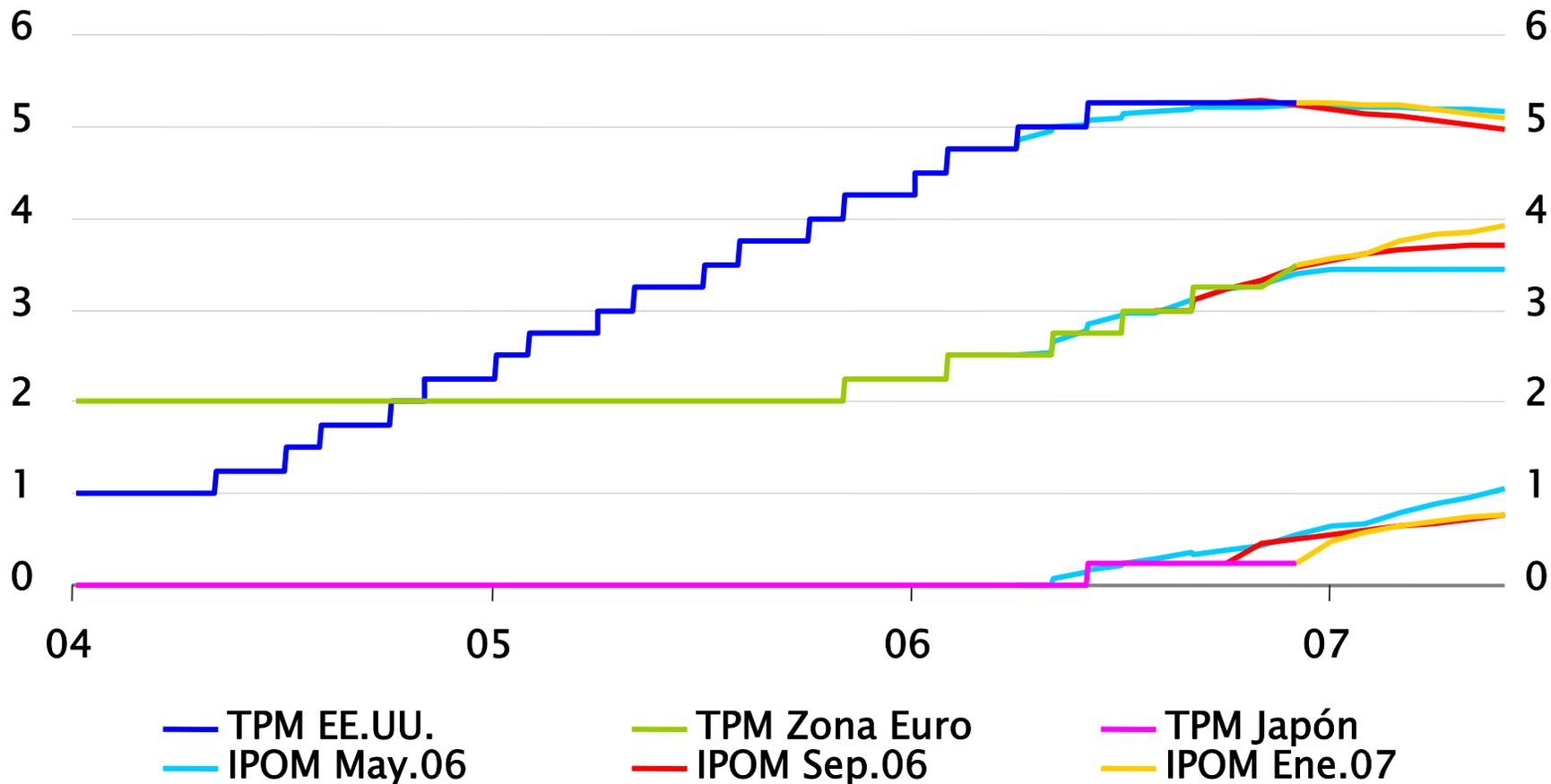


Escenario Externo: Brechas, Inflación y TPM

- Se prevén escasas holguras de capacidad en EE.UU. y la continuación del cierre de brechas en Europa.
- Riesgos de presiones inflacionarias y efectos en PM.
- Pero caída reciente en precio del petróleo, de mantenerse, fortalece el crecimiento y reduce la inflación.



TPM y Futuros (*) (porcentaje)



(*) Contratos futuros sobre tasas de interés de corto plazo.
Fuente: Bloomberg.



Escenario Internacional: Condiciones Financieras

- Las condiciones financieras para las economías emergentes son algo más favorables que en el Informe anterior:
 - Tasas de interés nominales de largo plazo en países industriales se mantienen relativamente bajas;
 - Menores premios soberanos;
 - Indicadores bursátiles en niveles récord.



III. Escenario Interno

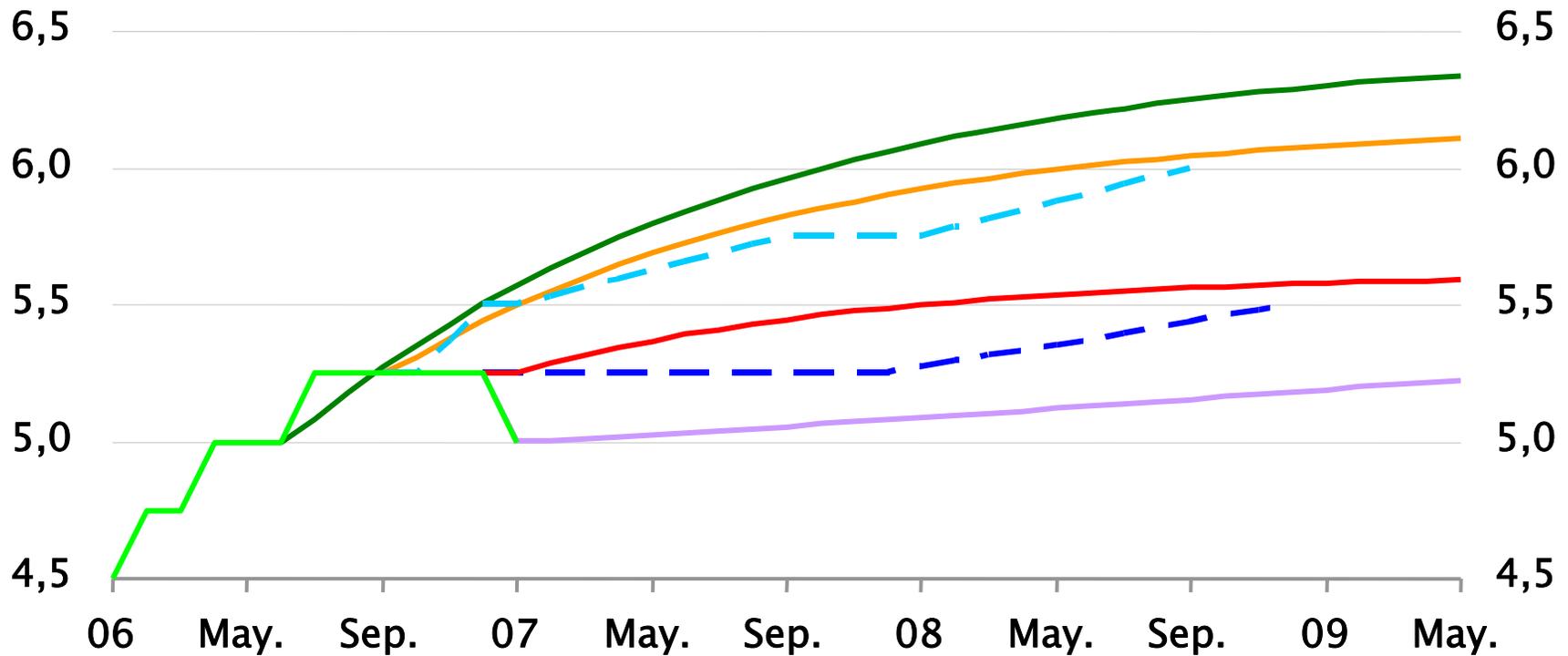


Escenario Interno

- Hubo sorpresas con efectos en inflación proyectada:
 - Escenario central es mejor proyección con información existente, sujeto a incertidumbre.
- La PM reaccionó y se ajustó:
 - Desde aumentos pausados de la TPM a eliminación de sesgos y a la disminución de enero.
- El mercado entendió:
 - Aplanamiento de forward y expectativas de TPM de encuestas.
- PM consecuente con el compromiso de que la inflación se mantenga la mayor parte del tiempo en torno a 3% con un rango de tolerancia de ± 1 pp.



Expectativas para la TPM (porcentaje)



— *Forward* IPOM mayo 2006
— *Forward* IPOM septiembre 2006
— *Forward* IPOM enero 2007
— *Forward* actual

— TPM
- - Encuesta septiembre 2006
- - Encuesta enero 2007

Fuente: Banco Central de Chile.



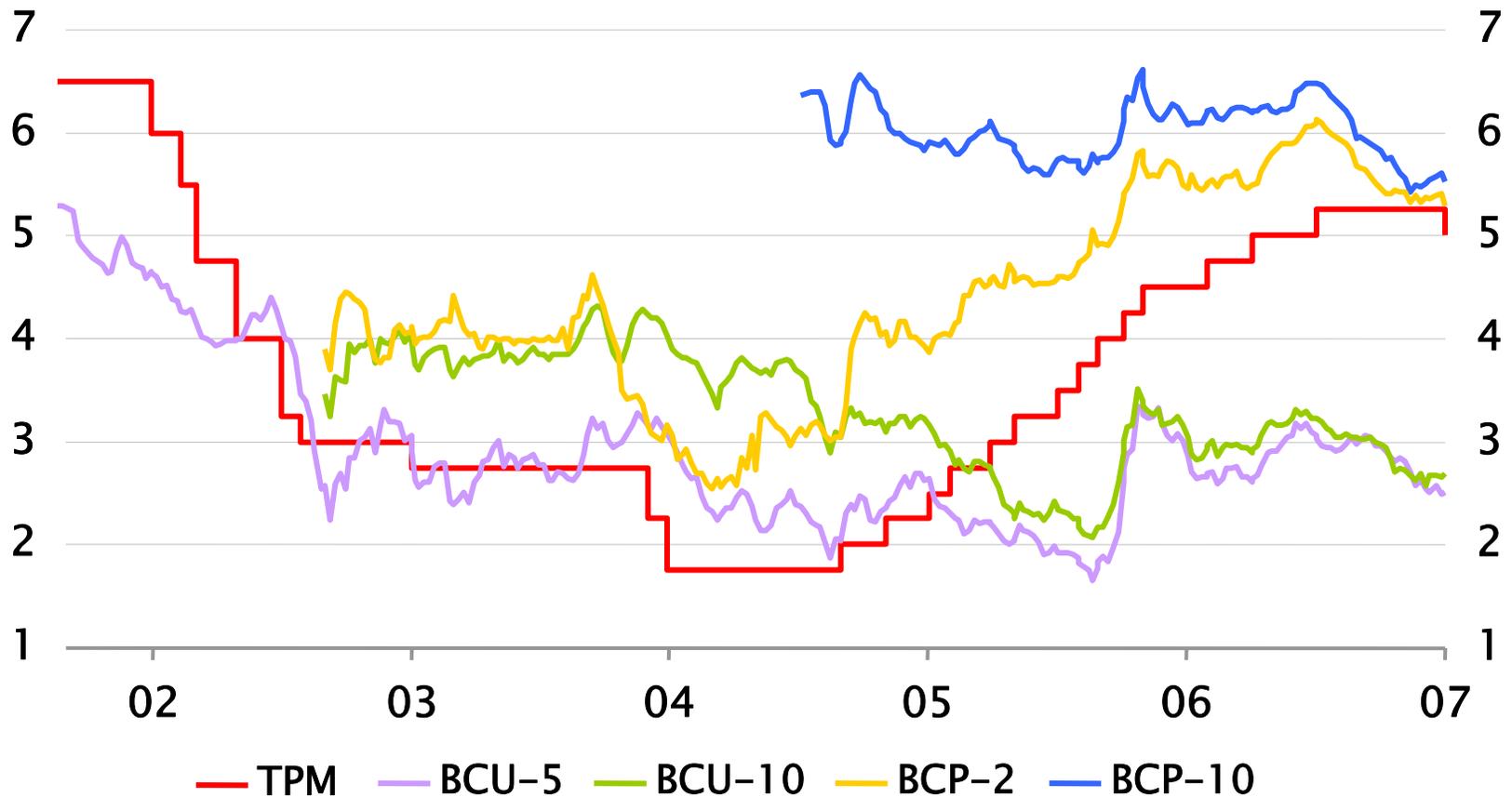
Escenario Interno: Mercado Financieros

- Las condiciones financieras internas siguen favorables:
 - Menores tasas de interés de instrumentos de largo plazo y tasas de interés de colocaciones sin grandes cambios;
 - Crecimiento real anual del crédito se ha atenuado, aunque sigue alto en términos históricos;
 - El crecimiento nominal anual del dinero no muestra grandes cambios en los últimos dos trimestres.
- Aunque con vaivenes, la paridad peso/dólar se mantiene a niveles nominales similares a los del cierre del Informe anterior y algo superiores a los de hace un año.
- El TCR multilateral ha aumentado levemente; se estima que su nivel actual es coherente con sus fundamentos de largo plazo.



TPM y Tasas Documentos BCCh

(porcentajes y promedios semanales)

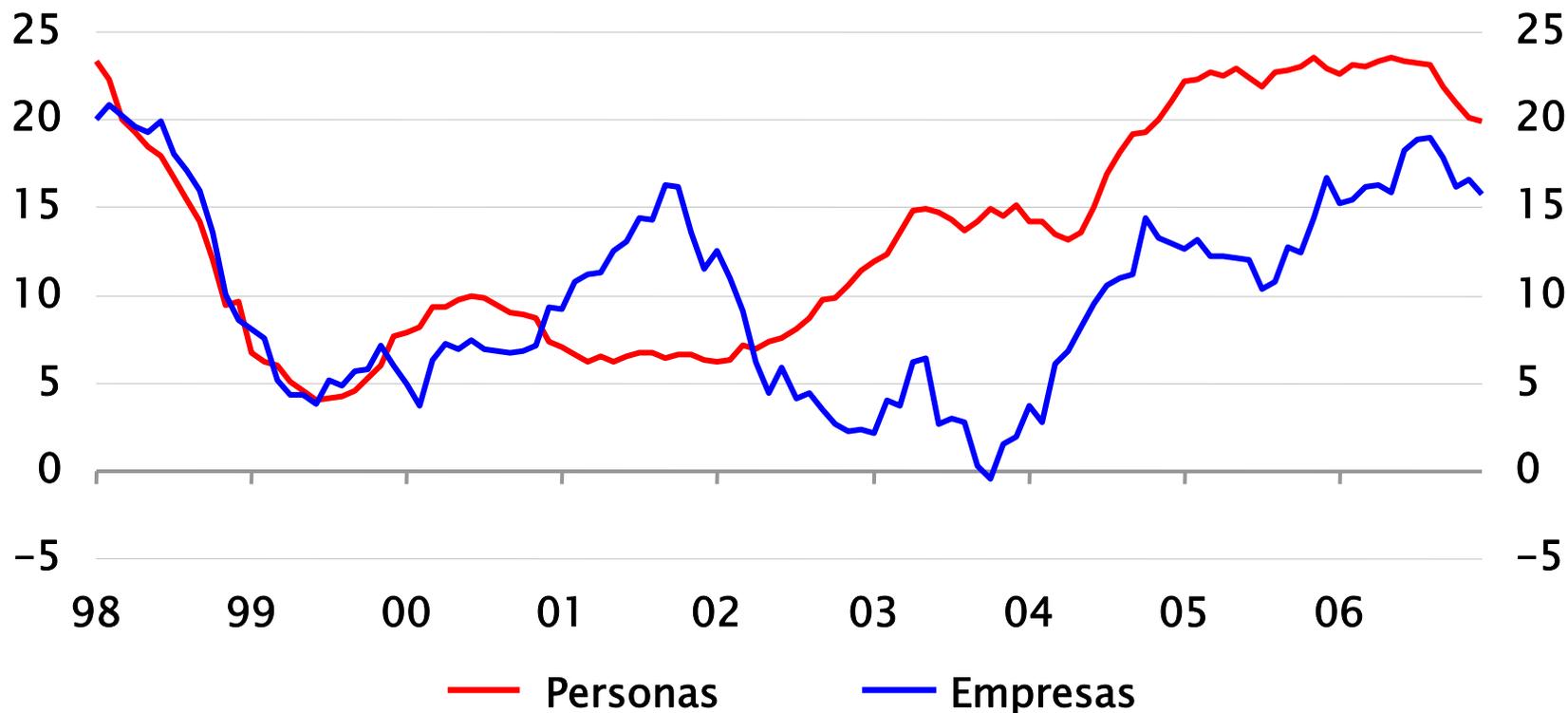


Fuente: Banco Central de Chile.



Colocación a Personas y Empresas (*)

(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Datos de diciembre son provisorios.

Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno: Actividad

- El crecimiento del 2006 (est. en 4,2%) se vio afectado por:
 - Fenómenos puntuales e inesperados en sectores de recursos naturales;
 - Mayor costo de la energía, y su impacto en:
 - Ingreso privado disponible;
 - Impacto directo en industria.
 - Menor crecimiento de la inversión;
 - Cambio de origen en el consumo, afectando a la industria que compite con importaciones.



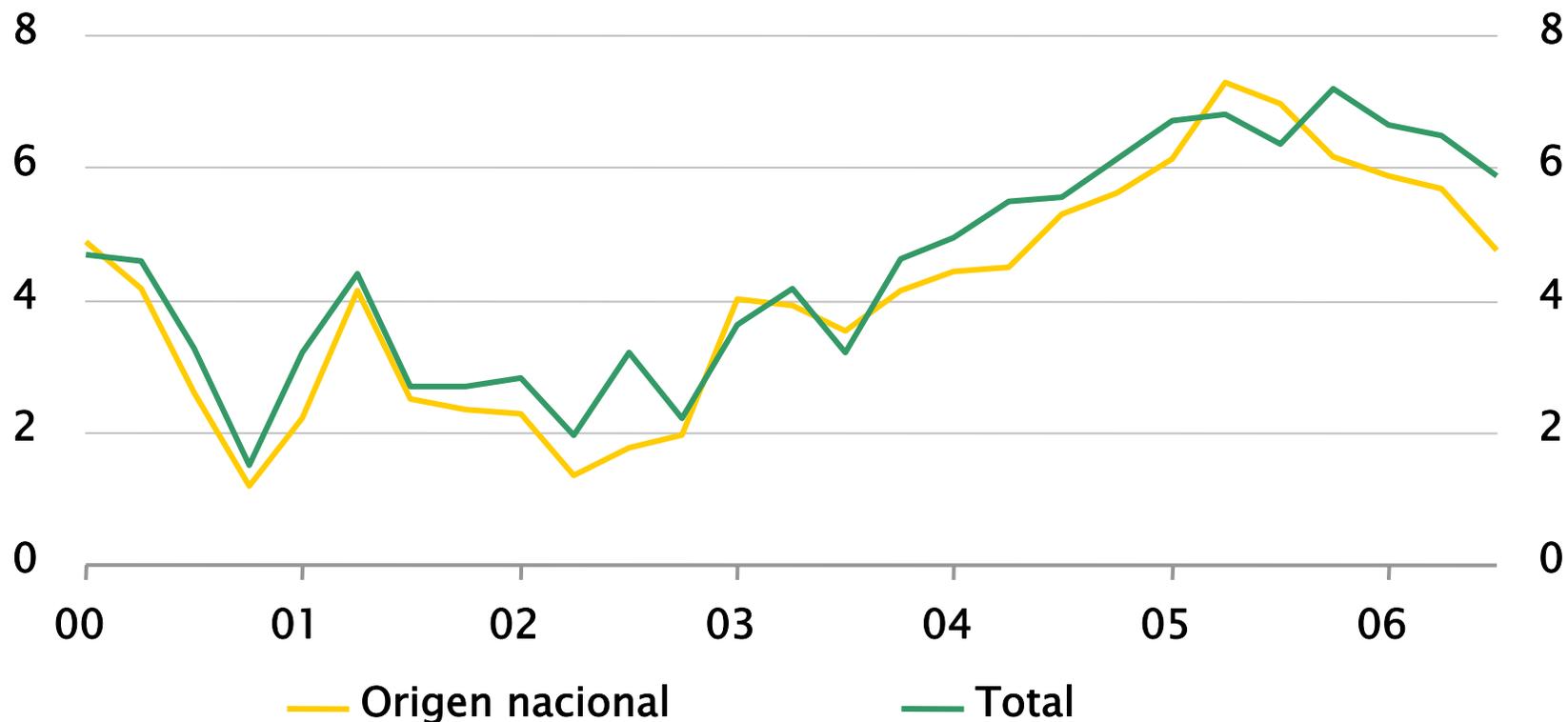
Escenario Interno: Actividad

- El consumo privado continuó creciendo con vigor a lo largo del 2006, a pesar del deterioro del ingreso privado disponible, causado por el mayor costo de la energía.
- Esto apoyado por:
 - Un mayor acceso al mercado financiero;
 - Condiciones financieras favorables;
 - Menor desempleo y mayor contratación de asalariados;
- Este mayor consumo tiene una composición más intensiva en bienes de origen importado.



Consumo Privado Habitual

(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



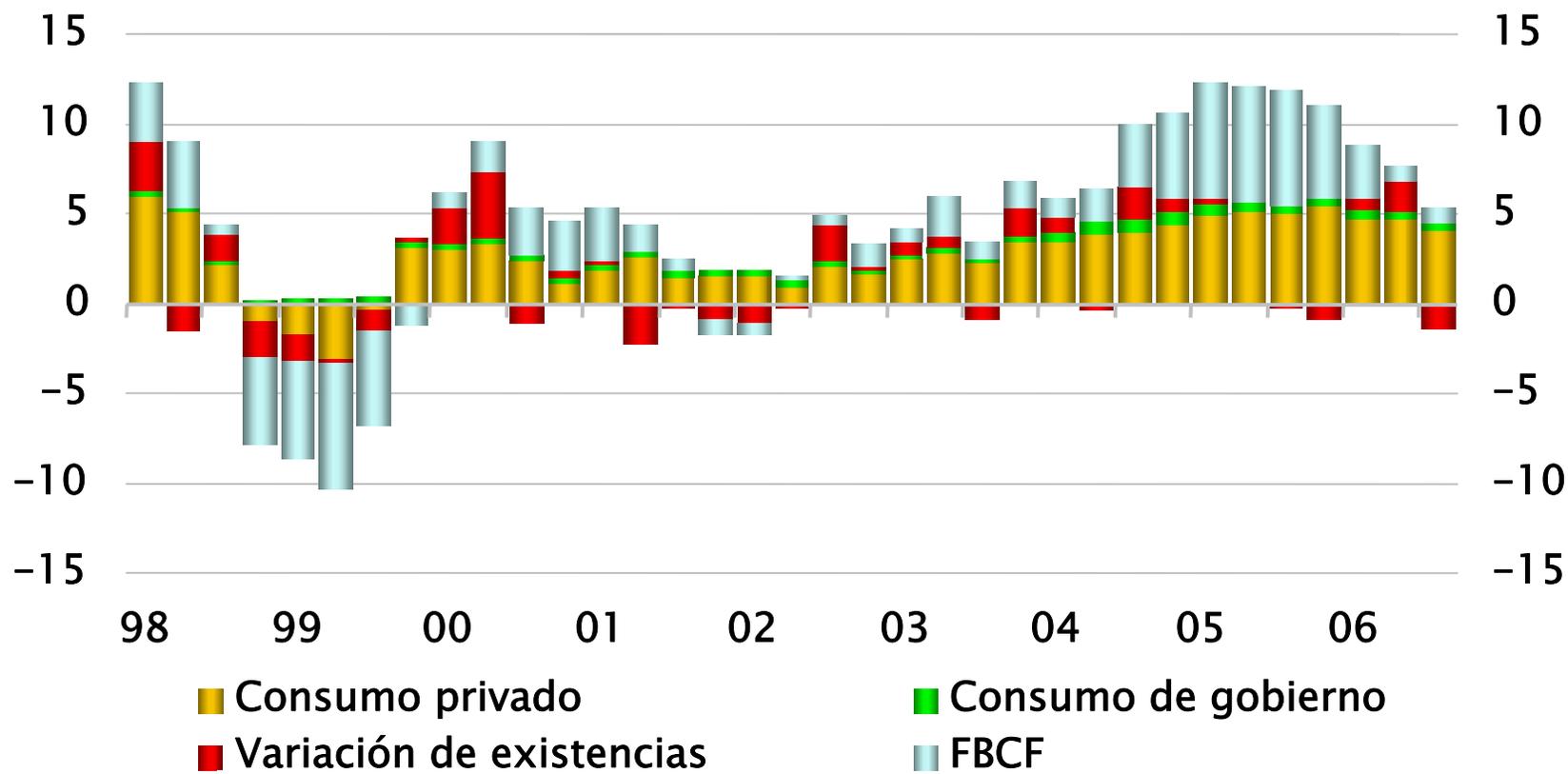
Escenario Interno: Actividad

- En cuanto a la contribución al crecimiento de la demanda, se observa principalmente una menor contribución de la inversión y, el tercer trimestre del 2006, también de las existencias.



Contribución al Crecimiento de la Demanda Interna

(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.



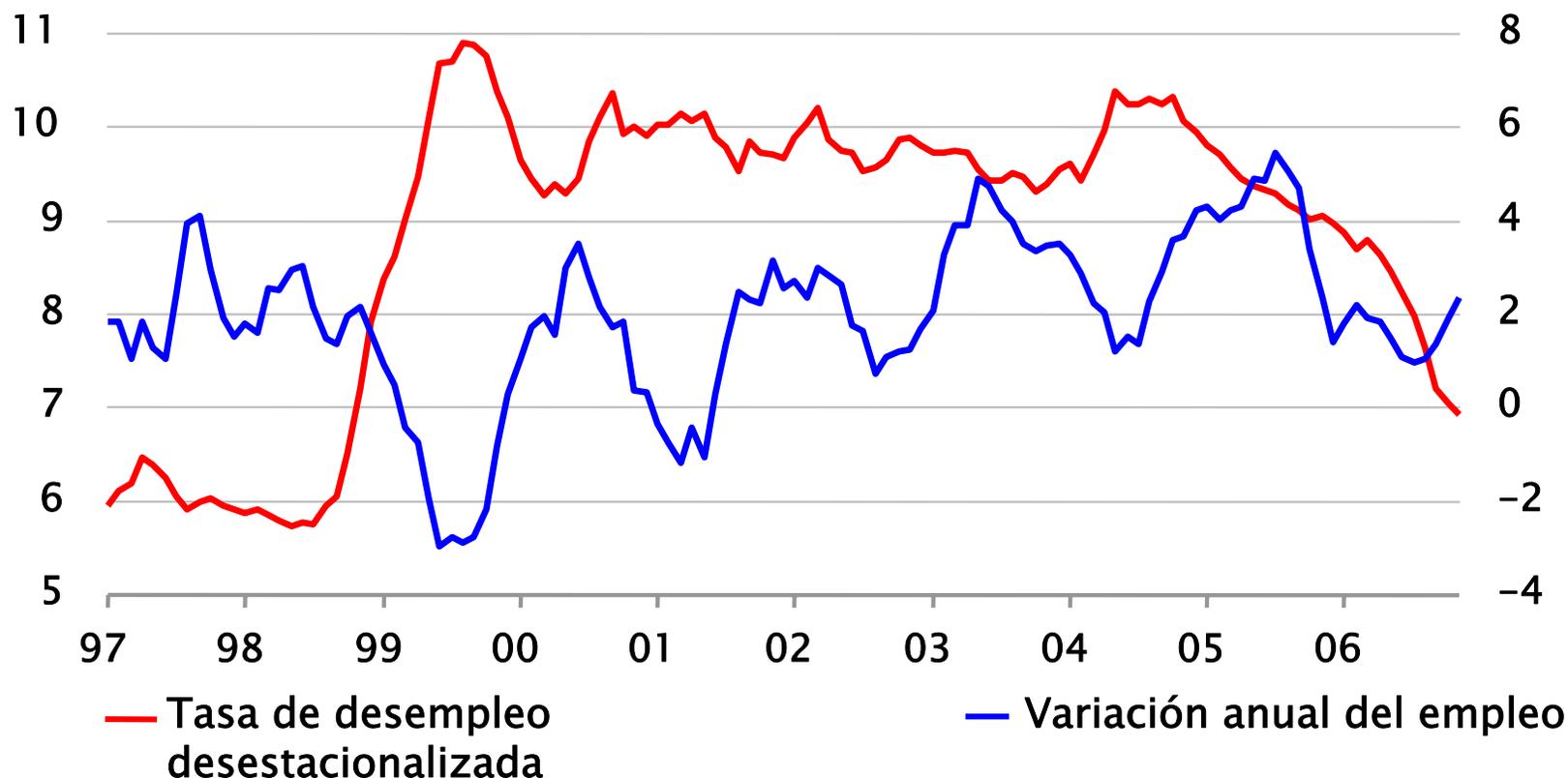
Escenario Interno: Mercado Laboral

- El mercado laboral muestra un sostenido crecimiento anual del empleo, en particular del asalariado.
- La tasa de desempleo desestacionalizada mantiene la tendencia descendente de los últimos dos años.



Empleo Nacional y Tasa de Desempleo

(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



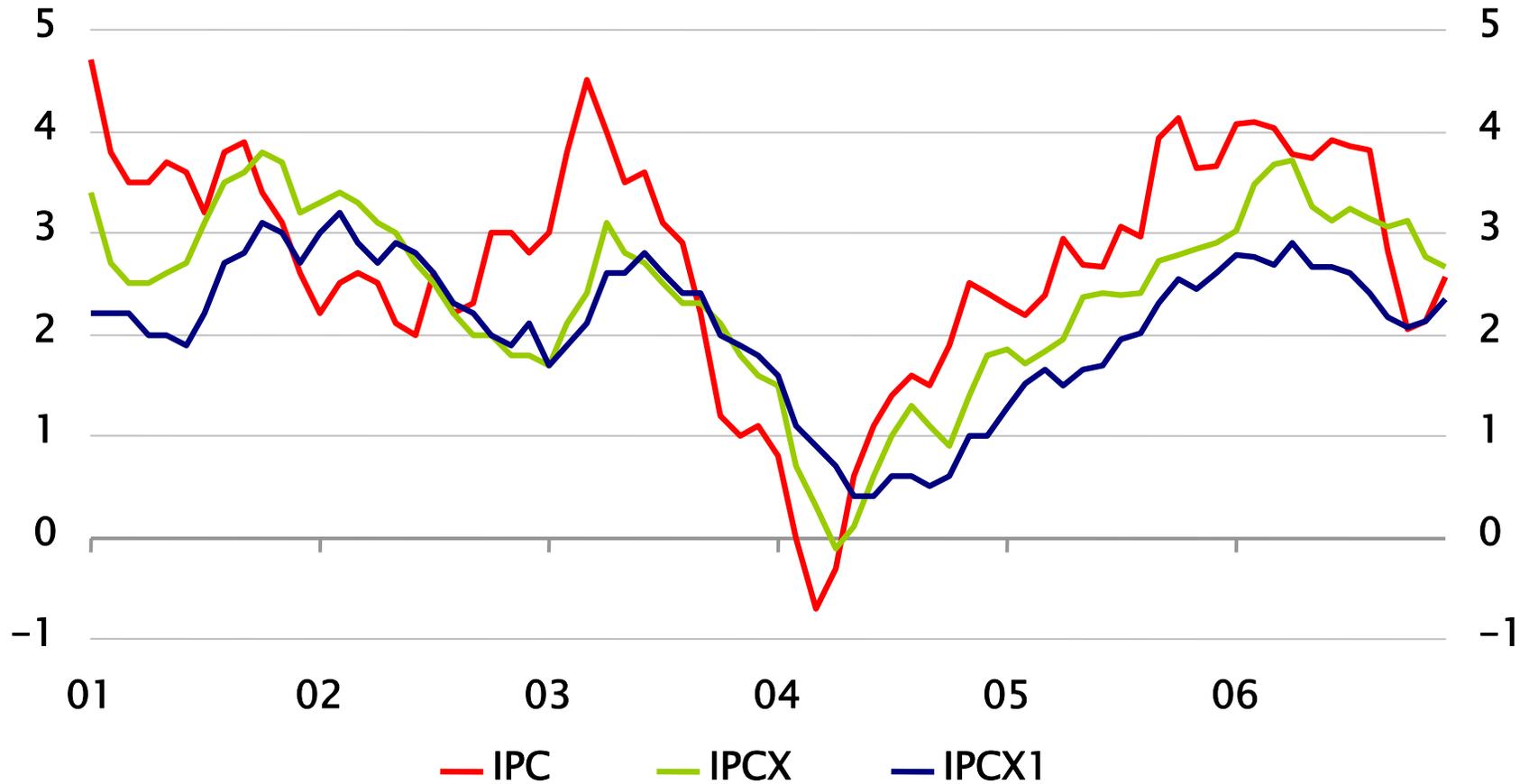
Escenario Interno: Inflación

- La inflación total y la subyacente han sido significativamente menores que lo proyectado en septiembre.
- En el caso del IPC, la diferencia se explica principalmente por la inesperada caída del precio del petróleo.
- Por otro lado, las presiones subyacentes han sido reducidas, lo que se asocia a costos laborales creciendo a tasas bajas y a una brecha de capacidad que se amplió en el curso del 2006.



Inflación IPC, IPCX e IPCX1

(variación anual, porcentaje)



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



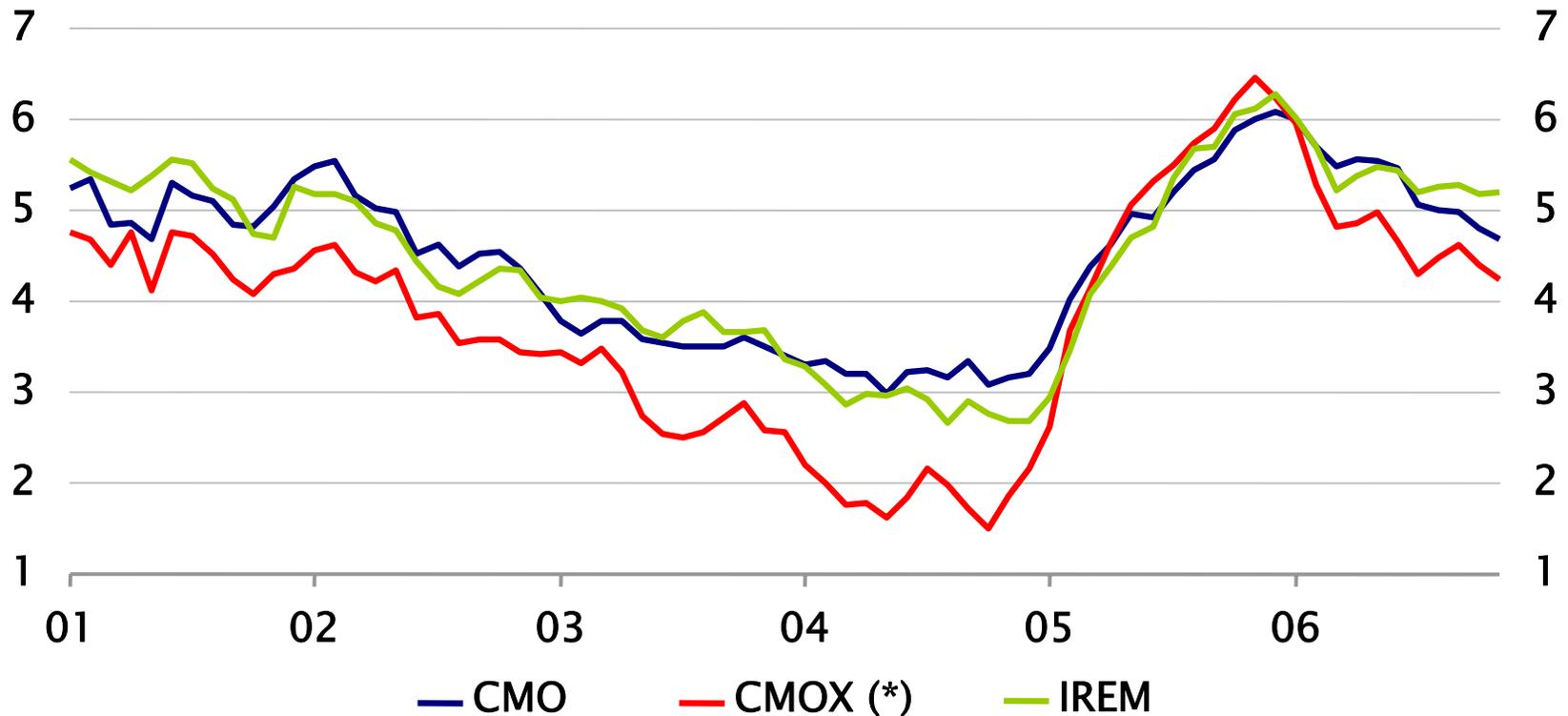
Escenario Interno: Inflación

- Las bajas presiones inflacionarias provenientes de costos laborales acotados, se observan en:
 - Las medidas de salarios nominales por hora y costo de la mano de obra que han presentado, con algunos vaivenes, tasas de crecimiento en doce meses en descenso desde fines del 2005.
 - Los costos laborales unitarios muestran tasas de variación anual algo menores a las que se prevé serían coherentes con la meta de inflación.



Costo de la Mano de Obra e Índice de Remuneraciones

(variación nominal anual, porcentaje)



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



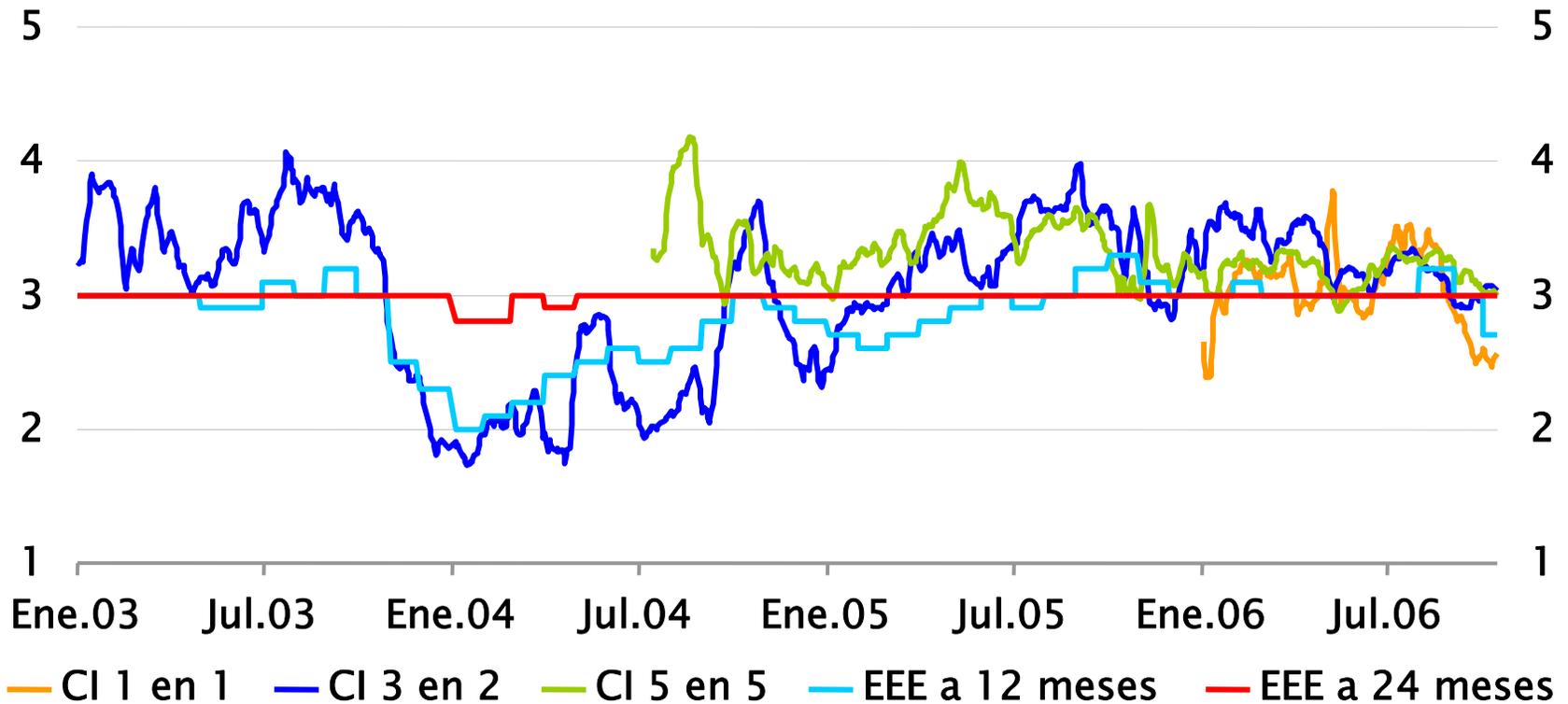
Escenario Interno: Inflación

- Las expectativas de inflación del sector privado, al cierre del Informe, eran algo mayores que lo considerado en el escenario para el 2007, aunque a mediano y largo plazo están cercanas a 3%.



Compensación Inflacionaria *Forward* y Encuesta de Expectativas

(porcentaje, promedio semanal móvil y datos semanales)



Fuente: Banco Central de Chile.



IV. Perspectivas de Inflación y Crecimiento



Perspectivas de Crecimiento

- Para el 2007 se proyecta que la actividad crecerá entre 5,0 y 6,0%, rango inferior al planteado en septiembre y superior al 4,2% estimado para el 2006.
- Esta corrección se debe, en lo principal, al efecto del menor crecimiento del PIB en el 2006 que no se revierte completamente.
- De hecho, la velocidad de crecimiento del PIB trimestre a trimestre para el 2007 es comparable a la previamente esperada.



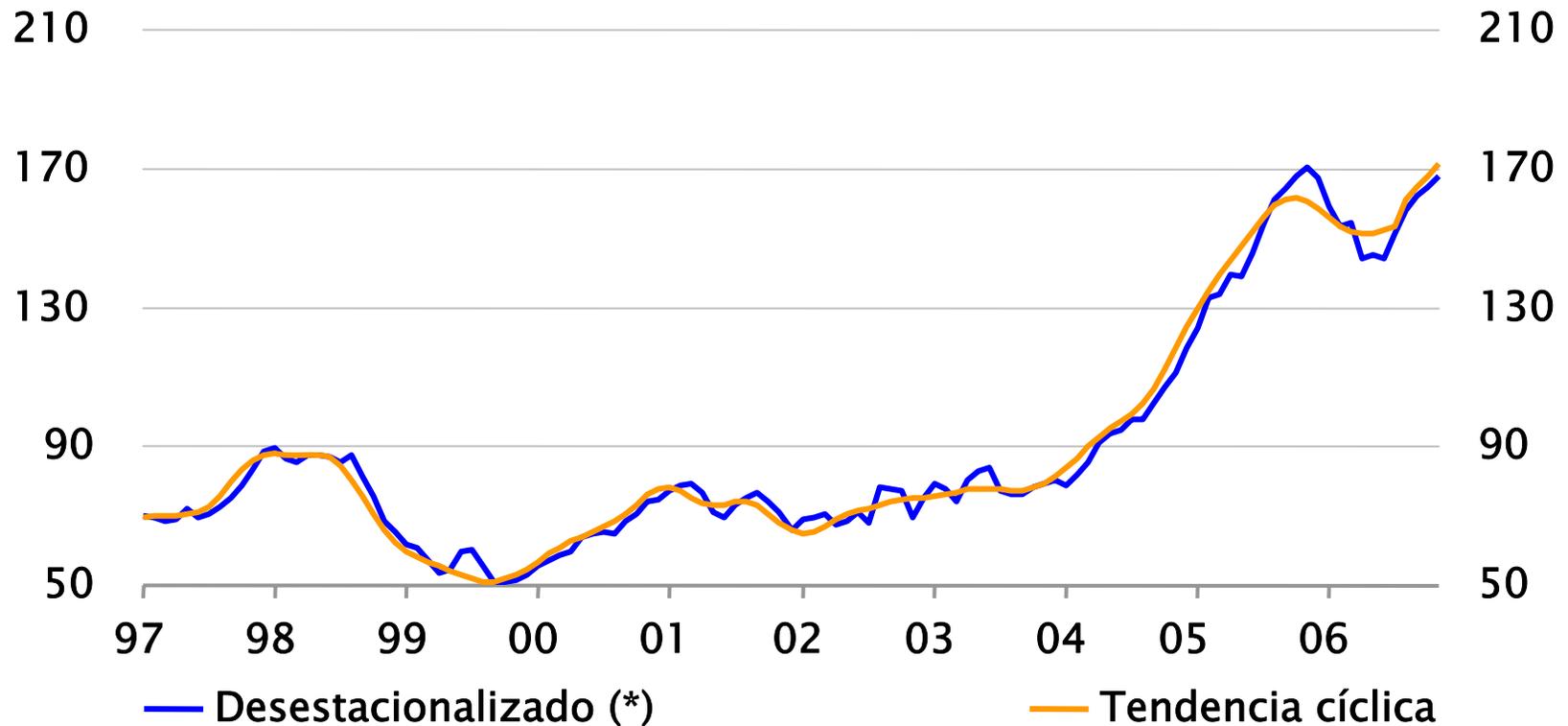
Perspectivas de Crecimiento

- Parte del mayor crecimiento del PIB en el 2007, comparado con el 2006, se basa en:
 - Un empuje mayor de la inversión (catastro e importaciones de bienes de capital);
 - Que no continuaría profundizándose el cambio de origen del consumo;
 - Que los costos de la energía no aumentarían con igual intensidad que en el 2006;
 - El mayor impulso fiscal.
- El crecimiento del PIB tendencial se estima algo por encima de 5% el 2006 y en torno a ese valor el 2007.



Importaciones de Bienes de Capital

(índice cantidad 2004=100)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.



Perspectivas de Crecimiento

- A lo anterior se suma que:
 - Algunos de los factores puntuales que afectaron la actividad el 2006 no se repetirían, en especial en la minería;
 - Se espera que entren en pleno funcionamiento aumentos de capacidad en la minería y la industria de la celulosa;
 - Las condiciones macroeconómicas, externas e internas, seguirían siendo favorables, aunque, en su conjunto y con los rezagos habituales, no tendrían un empuje muy distinto al del 2006.



Proyección de PIB

(variación anual, porcentaje)

	2004	2005	2006 (e)	2007 (f)
PIB	6,2	6,3	4,2	5,0 - 6,0
Ing. Nacional Privado (ajustado por IPC)	6,8	4,0	7,4	4,2
Demanda interna	8,1	11,4	7,3	6,3
Formación bruta de capital fijo	11,7	24,7	5,0	6,9
Consumo total	6,1	7,6	7,1	6,4
Exportaciones de bienes y servicios	11,8	6,1	4,3	6,9
Importaciones de bienes y servicios	18,0	20,4	12,3	8,8
Cuenta corriente (% del PIB)	1,7	0,6	3,4	-0,1

La cuenta corriente a precios de tendencia para el 2006 arroja un déficit en torno a 4,0% del PIB.

(e) Estimación (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile



Perspectivas de Inflación

- En el escenario central de este Informe, la inflación anual del IPC tendría algunos vaivenes, por efectos de base de comparación y cambios en las tarifas eléctricas, que la harían volver a cifras próximas a 3% en el trimestre en curso.
- Posteriormente, se situaría cerca de 2% por lo que resta del 2007 y comienzos del 2008.
- El escenario base contempla que, para el horizonte de política, en torno a dos años, la inflación del IPC se ubicaría en 3%.



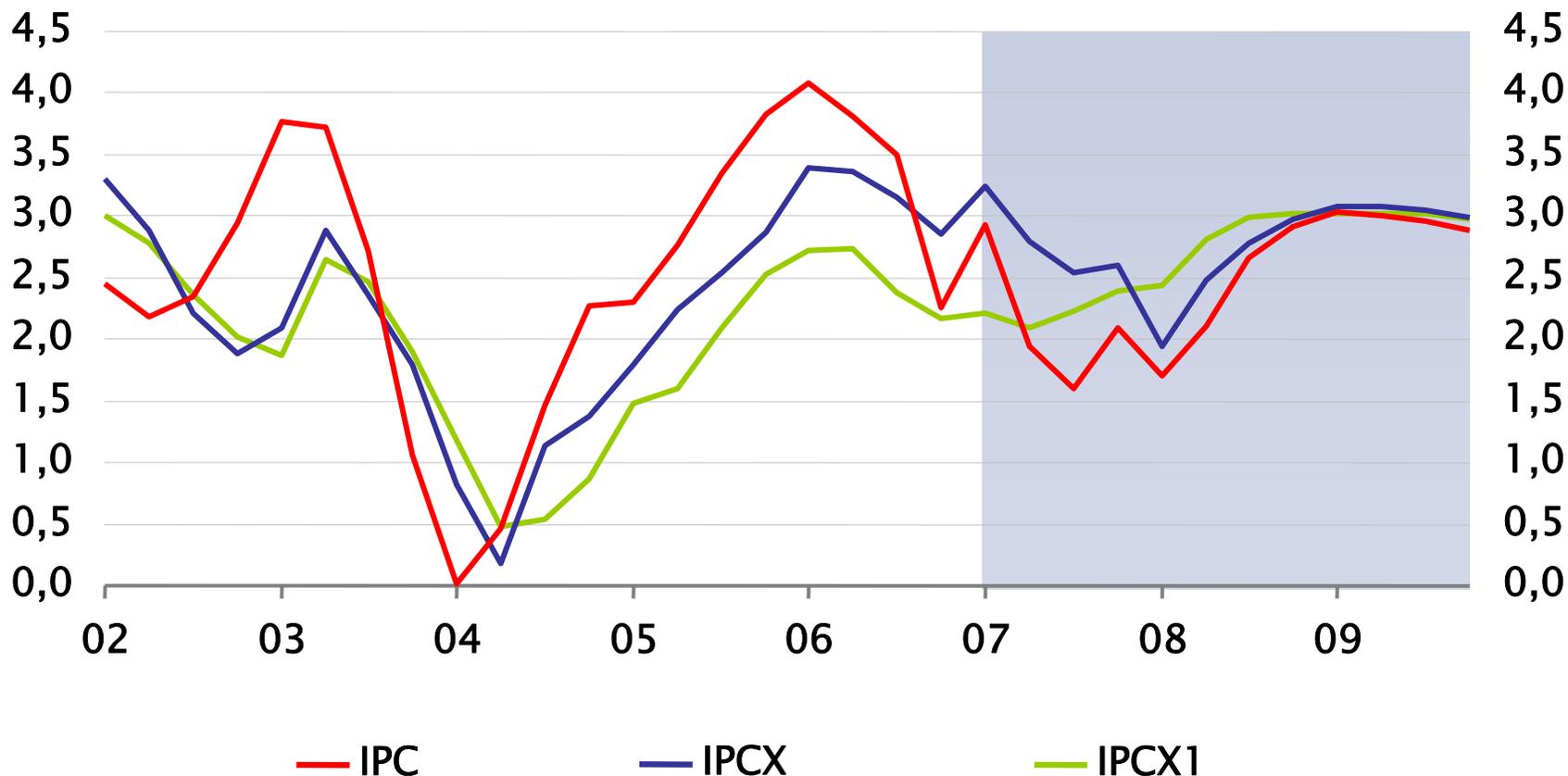
Perspectivas de Inflación

- Esto se sustenta en:
 - El cierre paulatino de las holguras;
 - Costos laborales unitarios que se alinearían con la meta de inflación;
 - Un tipo de cambio real que no diferiría mayormente de sus valores más recientes.
- La inflación anual del IPCX1 se mantendría entre 2 y 3% por algunos trimestres, para luego converger paulatinamente también hacia 3%.



Inflación IPC, IPCX e IPCX1

(variación porcentual a/a)



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



Perspectivas de inflación y crecimiento

- El escenario base se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte de proyección, alcanzará un nivel similar al que se deducía de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas al cierre estadístico de este Informe, pero luego de seguir una trayectoria algo por debajo de la que se infiere de estos precios.



V. Escenarios de Riesgo



Escenarios de Riesgo

- Las proyecciones se construyen a partir de los eventos que se consideran más probables y que configuran el escenario central.
- Como es habitual, existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a escenarios distintos del considerado como más probable.



Escenarios de Riesgos Externos

- En el escenario externo la mayor parte de los riesgos identificados en el Informe anterior siguen presente:
 - Menor dinamismo de algunos sectores de la economía de EE.UU. podría profundizarse y extenderse;
 - Las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas podrían ser mayores, induciendo a alzas más allá de las esperadas en sus TPM;
 - Evolución futura incierta del precio del petróleo;
 - Corrección abrupta desbalances globales.
- En todo caso, se estima mayor resiliencia de la economía nacional a los cambios en el escenario externo relevante.



Escenarios de Riesgos Internos

- Internamente, no puede descartarse que la economía retome una tasa de crecimiento mayor que la prevista:
 - Por mayor respuesta de la inversión
 - Por mayor impacto del impulso fiscal.
- También podría suceder lo contrario; por ejemplo, si, en el plazo considerado, no se materializa una porción relevante de las intenciones de inversión.
- En consumo, es posible que sea más dinámico por:
 - favorables condiciones financieras internas;
 - menor desempleo;
 - caída del precio de los combustibles.



Escenarios de Riesgos Internos

- Aunque podría mitigarse su efecto en la actividad si continúa profundizándose el cambio en el origen del consumo hacia bienes importados.
- Cabe considerar que el menor crecimiento de la productividad total de factores no responda a factores puramente cíclicos, como supone el escenario base, sino que incluya elementos más persistentes:
 - Ello podría llevar a revisar a la baja el crecimiento del PIB tendencial actual.



Escenarios de Riesgos Internos

- Es factible, además, que la brecha de capacidad actual sea menor que la considerada en el escenario base, lo que podría implicar una convergencia más rápida de la tendencia inflacionaria a 3%:
 - El nivel de la tasa de desempleo apunta en este sentido.
- Por el lado de la inflación, aunque el escenario base considera que la inflación anual del IPC sería cercana a 2% durante gran parte del 2007, no puede descartarse que ello se prolongue en el tiempo:
 - Dado el retraso en el cierre de la brecha de capacidad o el acotado crecimiento de los costos laborales;
 - Tampoco es desestimable que ello afecte transitoriamente las expectativas de inflación del sector privado, prolongando la duración del período de menor inflación.



Escenarios de Riesgos Internos

- Por el contrario, la depreciación reciente del peso podría profundizarse, provocando un incremento de la inflación por encima del incluido en el escenario base.
- La política monetaria se mantendrá atenta a la materialización de estos riesgos.



VI. Conclusiones



Conclusiones

- La economía está en una senda de tránsito gradual hacia un crecimiento de tendencia, con una inflación proyectada en torno a la meta.
- El crecimiento del PIB para el 2007 se ubicaría entre 5 y 6%.
- La inflación promedio se proyecta en 2,0% anual para el 2007 y 2,3% el 2008, y converge a 3% en el horizonte de política.
- El Consejo considera que el balance de riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación está equilibrado.



Conclusiones

- El Consejo reafirma su compromiso de que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual.
- Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule, en particular el comportamiento de las holguras y las medidas de inflación de tendencia, y sus implicancias sobre la inflación proyectada.
- Esta es la forma con que la política monetaria contribuye a sentar las bases de un crecimiento alto y sostenido.



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2006

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enero 2007

Vittorio Corbo
Presidente