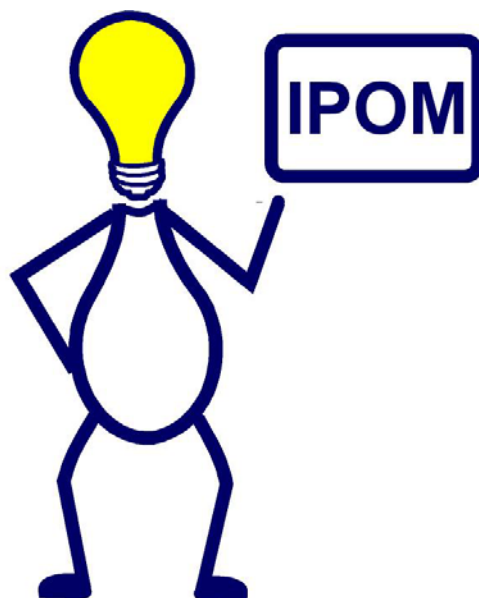




INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Copiapó





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 la subyacente han descendido hasta valores de entre 2 y 3%, significativamente por debajo de lo proyectado en septiembre.
- En ello influyeron una caída más rápida que la esperada del precio del petróleo, un crecimiento de la actividad menos dinámico que generó una ampliación no anticipada de la brecha de capacidad en el segundo y tercer trimestre del 2006, y presiones de costos reducidas.
- La política monetaria se ajustó progresivamente a este nuevo escenario de menor inflación y crecimiento.



Puntos Destacados

- Se proyecta que, en el escenario más probable, la brecha de capacidad persistirá por varios trimestres, tardando en cerrarse más que lo previsto en septiembre.
- Esto a pesar de que se prevé un repunte en el crecimiento de la actividad para el 2007, parte del cual ya se habría evidenciado en el crecimiento del último trimestre del 2006 y que se apoya en:
 - Reversión de algunos fenómenos puntuales que afectaron el PIB del 2006;
 - Favorables condiciones externas;
 - Condiciones financieras internas también favorables;
 - Buenas perspectivas para la inversión;
 - El mayor impulso fiscal que habrá este año.



Puntos Destacados

- En el escenario más probable, la inflación total y la subyacente se ubicarán cerca de 2% por algunos trimestres de este año y el próximo, para luego converger a 3% en el horizonte de política, en torno a dos años.



II. Escenario Internacional





Escenario Internacional

- El crecimiento mundial no presenta cambios relevantes respecto de septiembre, aunque se detecta un cambio en su composición.
- Europa y Asia emergente han tenido una mayor actividad, compensando el menor dinamismo de EE.UU.
- El panorama externo sigue siendo favorable para la economía chilena, con un crecimiento mundial para el 2007-2008 algo menor que el del 2006.



Escenario Internacional

Crecimiento Mundial (*) (porcentaje)

	Promedio 1990-99	Promedio 2000-05	2006 (e)		2007 (f)		2008 (f)	
			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.



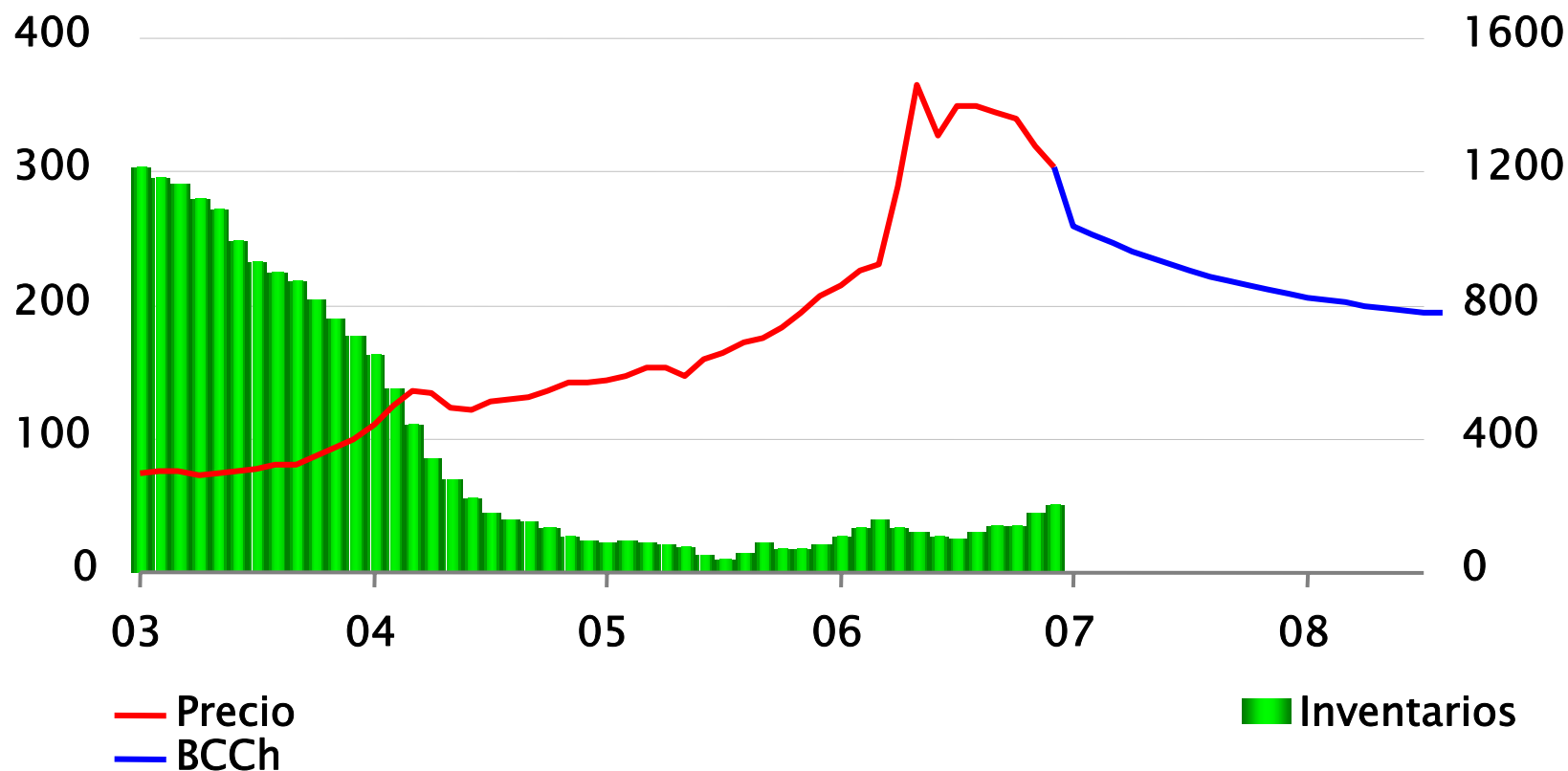
Escenario Internacional

- 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, lo que haría descender los términos de intercambio el 2007 y 2008.



Escenario Internacional

Mercado del Cobre (*)
(centavos de dólar por libra, toneladas métricas)

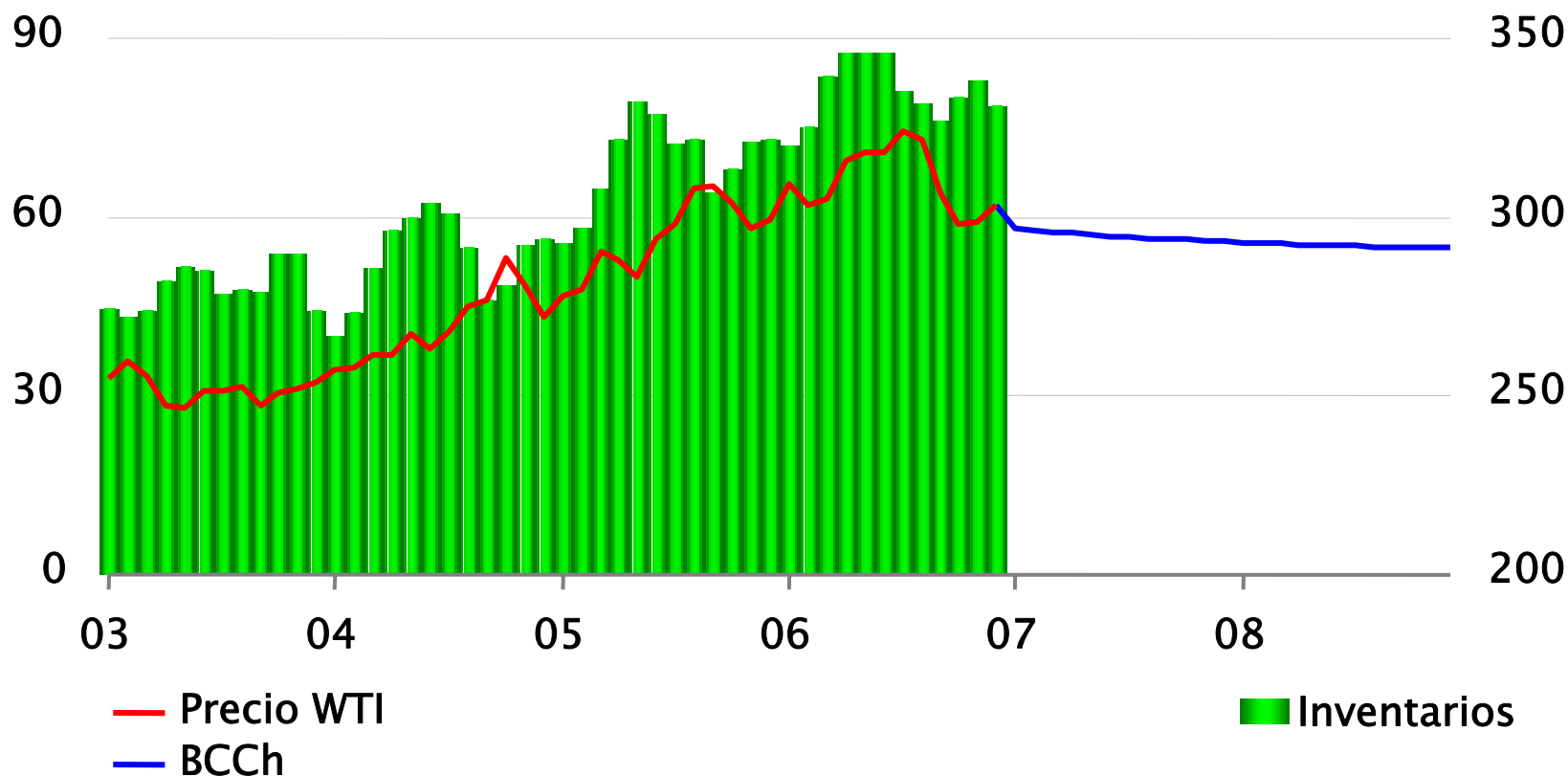


(*) Futuros consideran promedio de los últimos 10 días hábiles al 9 de enero de 2007.
Fuente: Bloomberg.



Escenario Internacional

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.



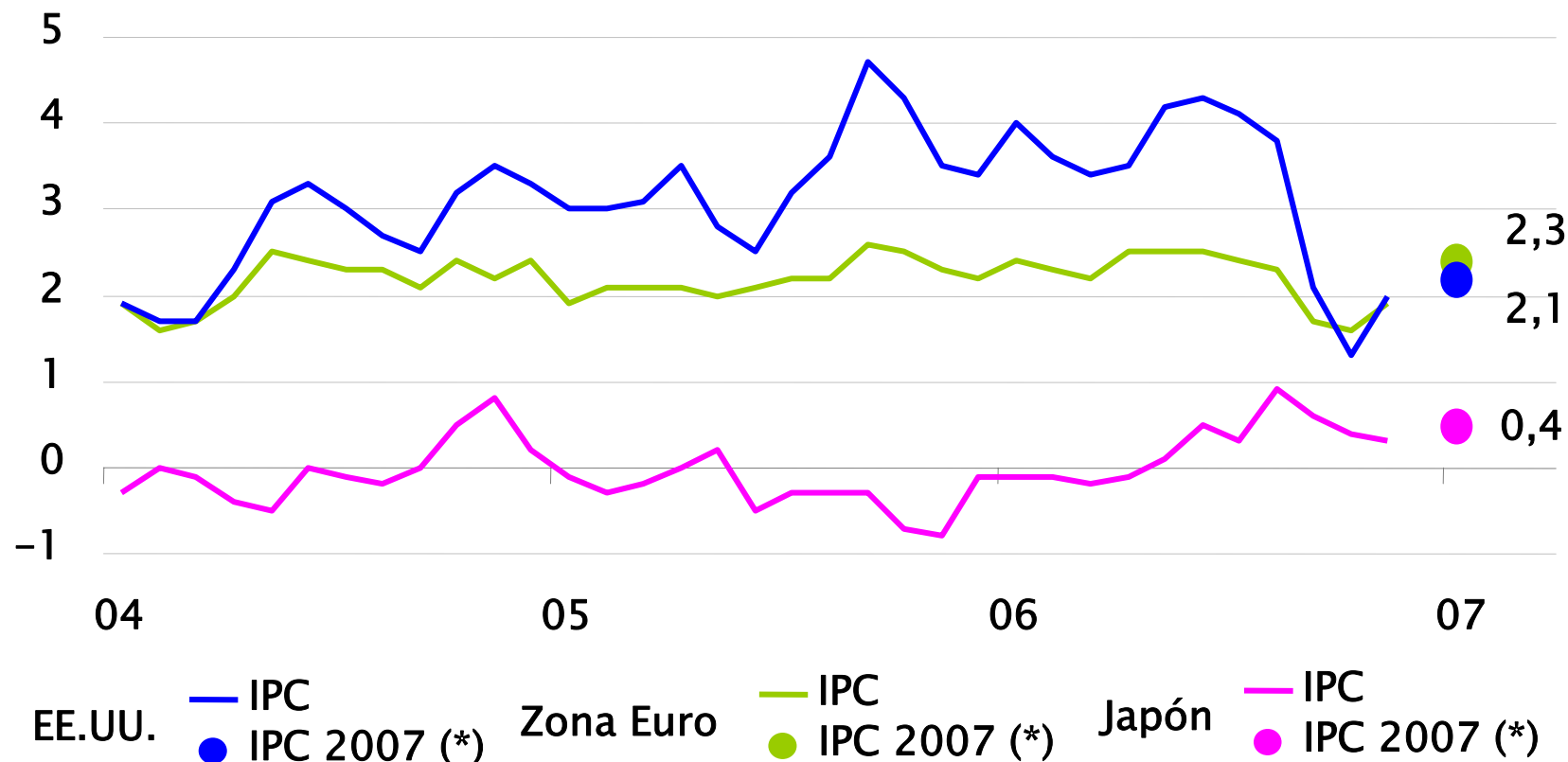
Escenario Internacional

- Se prevén escasas holguras de capacidad en EE.UU. y la continuación del cierre de las brechas de capacidad en Europa.
- Esto apoya la visión de que estas economías enfrentan algunos riesgos de presiones inflacionarias, que podrían alterar las decisiones de política monetaria esperadas por el mercado.



Escenario Internacional

Inflación en Economías Desarrolladas (variación anual, porcentaje)



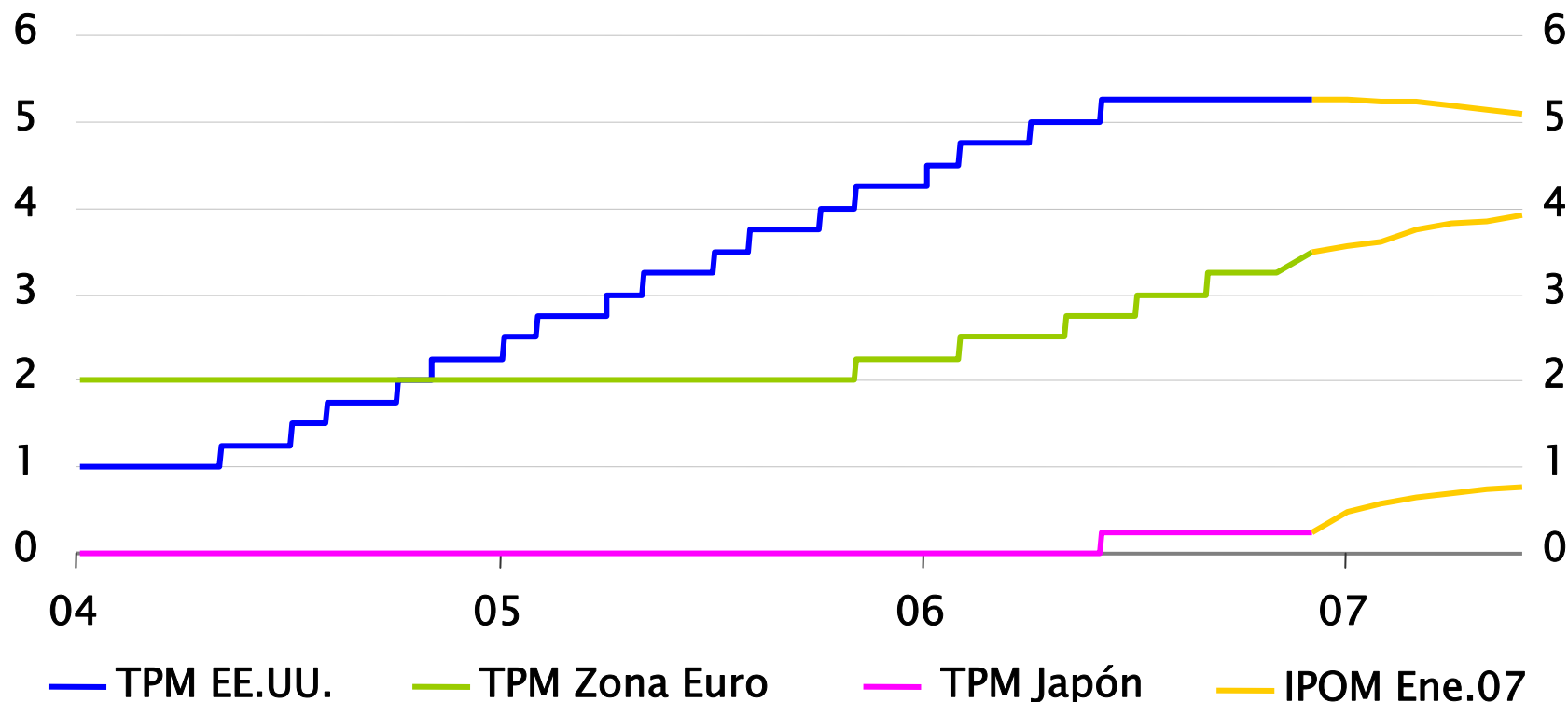
(*) Corresponde a proyección promedio del año 2007.

Fuentes: Bloomberg y FMI.



Escenario Internacional

Tasas de Política Monetaria y Futuros (*)
(porcentaje)



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

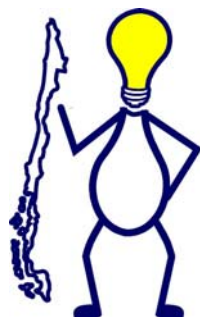


Escenario Internacional

- 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

- La economía tuvo una trayectoria distinta a lo previsto en septiembre con implicancias significativas para la inflación proyectada.
- La política monetaria se ajustó progresivamente a estas noticias para asegurar que la inflación se mantenga la mayor parte del tiempo en 3% con un rango de tolerancia de $\pm 1\%$.



Escenario Interno

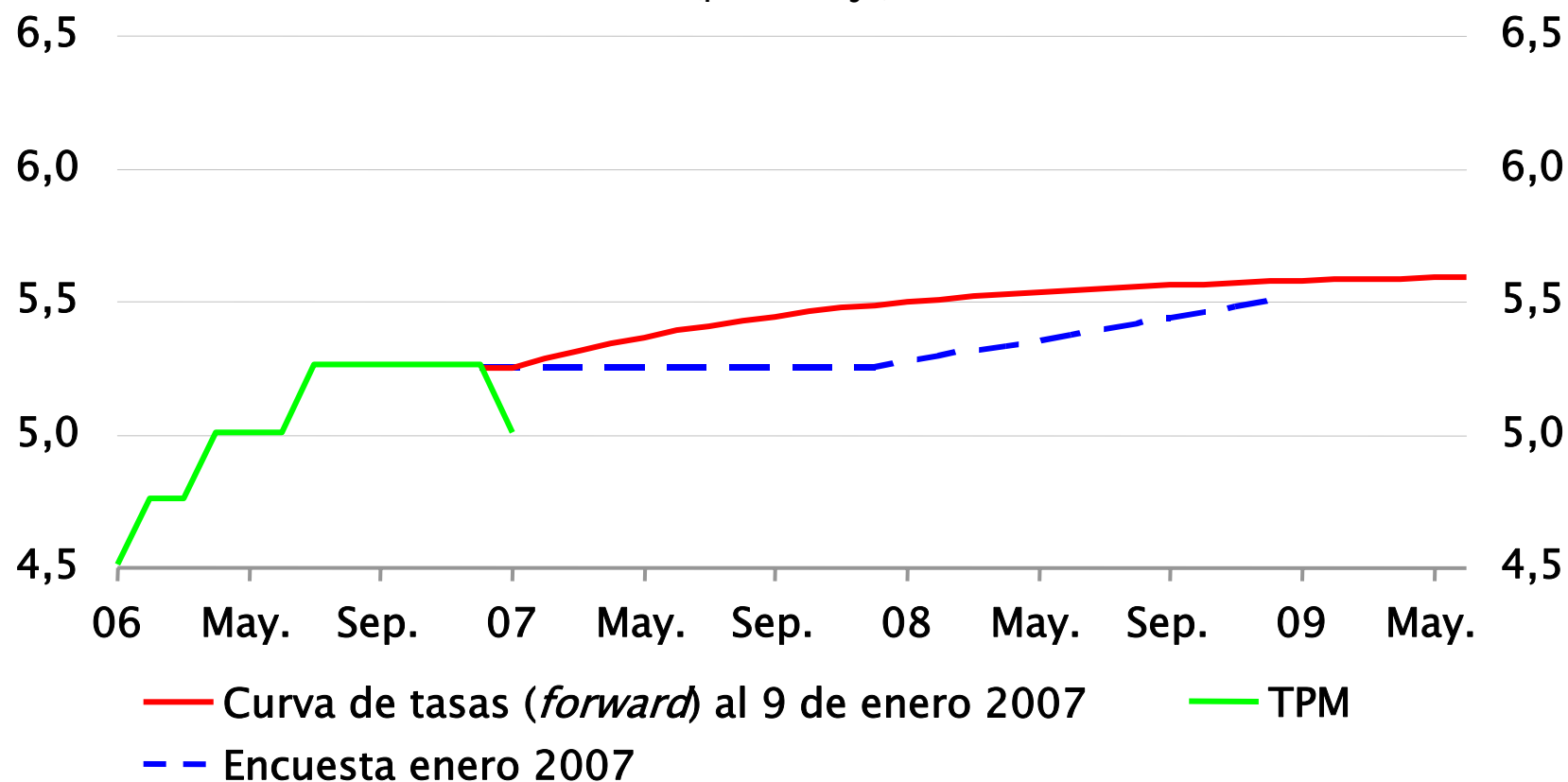
- La política monetaria pasó desde una perspectiva de alzas pausadas de la TPM a un sesgo neutral en noviembre y diciembre del 2006, y a una reducción de 25 puntos base (0,25%) en enero.
- Esta última baja de la TPM acomoda la tasa de interés nominal a un panorama de menor inflación proyectada.
- Incorporando este nuevo escenario, las expectativas de mercado para la TPM se fueron ajustando a la baja desde mediados del 2006.



Escenario Interno

Expectativas para la TPM

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



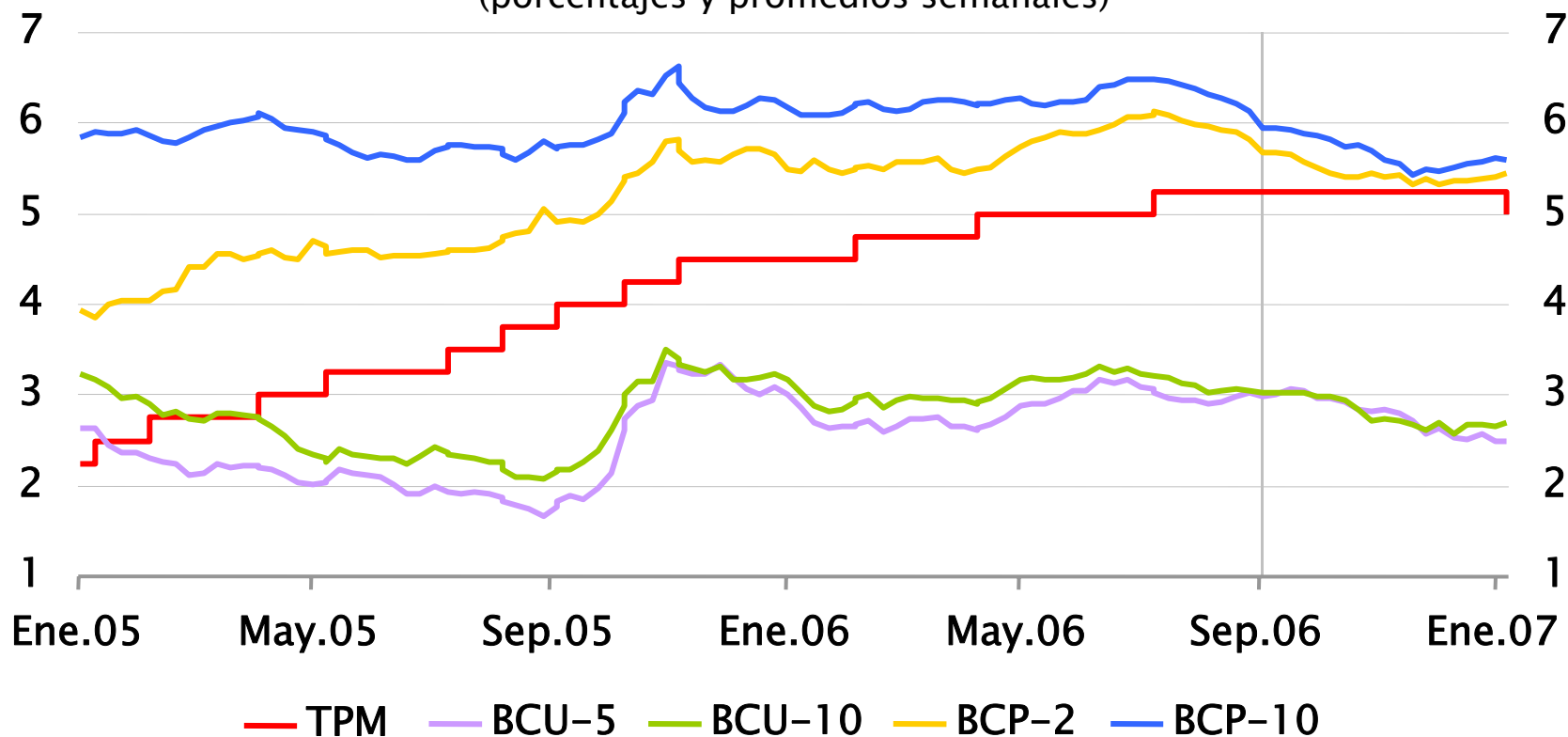
Escenario Interno

- Las condiciones financieras internas siguen favorables.
- Respecto de septiembre pasado, las tasas de interés de instrumentos de largo plazo son más bajas y las tasas de interés de colocaciones no tienen cambios significativos.
- Las tasas de crecimiento real anual del crédito se han atenuado, aunque siguen siendo altas en términos históricos.



Escenario Interno

TPM y Tasas Documentos del Banco Central
(porcentajes y promedios semanales)



Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno

Tasas de interés de colocación (base 360 días, porcentaje)

	TPM	Consumo		Tasas Letras de CH		Comerciales	
		TPP (1)	T. Crédito (2)	TE: 4-5%	TE: 5-6%	Prime (3)	TPP (1)
2003 Prom.	2,73	27,1	32,7	5,02	4,86	3,0	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,04	4,36	1,6	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,69	4,26	3,4	9,7
2006 Prom.	5,02	27,2	37,2	4,06	4,30	5,1	10,6
2006 Ene.	4,50	27,3	34,4	4,30	4,50	4,8	10,8
Feb.	4,66	28,5	36,0	4,12	4,33	4,9	11,2
Mar.	4,75	25,5	36,5	4,12	4,27	4,9	10,5
Abr.	4,88	27,1	36,9	4,08	4,42	4,9	11,1
May.	5,00	27,7	36,6	4,20	4,41	5,1	11,1
Jun.	5,00	27,6	36,8	4,34	4,51	5,0	10,4
Jul.	5,14	27,4	36,8	4,12	4,35	5,2	10,4
Ago.	5,25	26,8	38,1	3,99	4,17	5,1	10,4
Sep.	5,25	26,7	39,1	3,98	4,12	5,3	10,5
Oct.	5,25	27,1	38,8	3,87	4,10	5,2	10,7
Nov.	5,25	27,1	39,1	3,83	4,20	5,2	10,6
Dic.	5,25	27,3		3,79	4,20	5,3	10,4

(1) Tasa promedio ponderada.

(2) Por montos hasta UF 200.

(3) Tasa cobrada a clientes preferenciales o de mejor clasificación crediticia (calculada como el promedio mensual de las tasas mínimas informadas por los bancos diariamente).

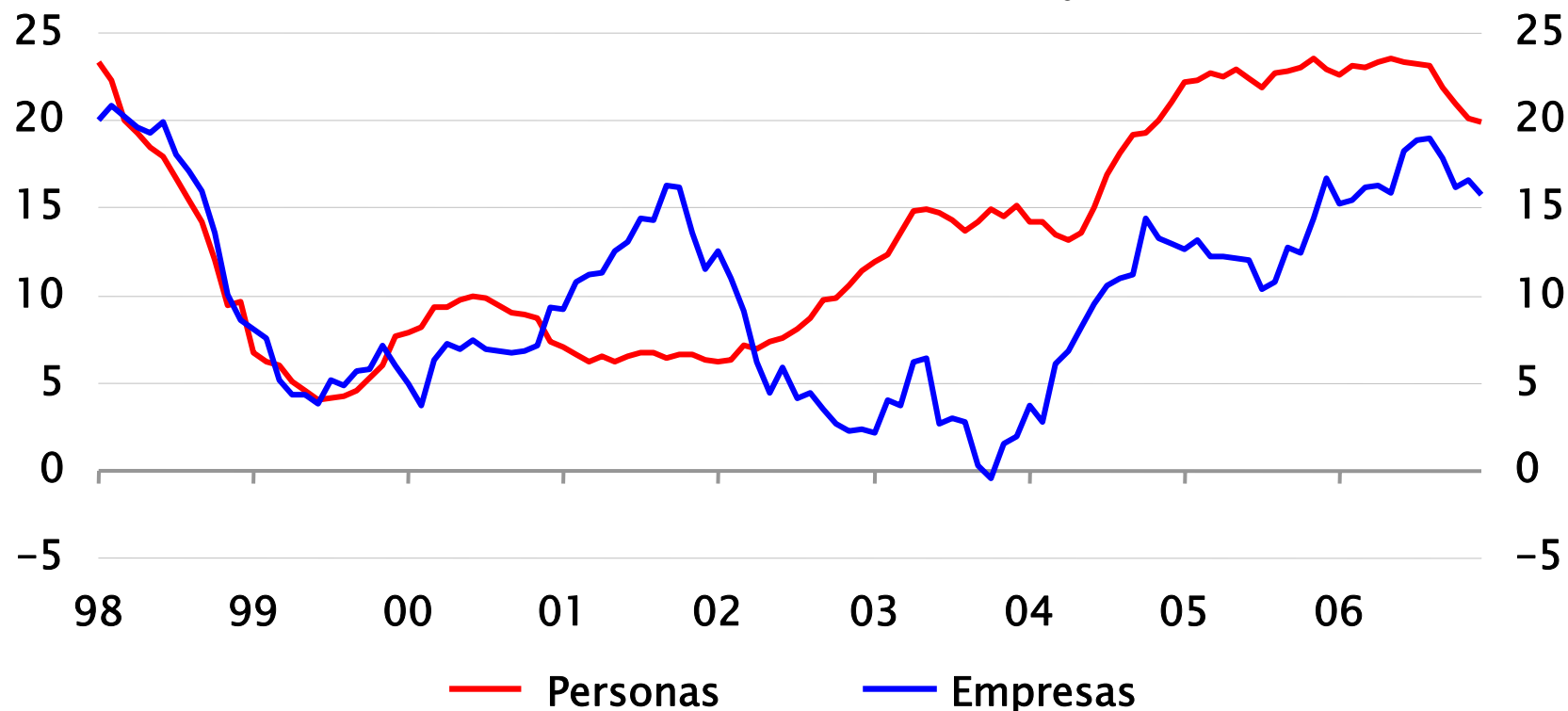
Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno

Colocación a Personas y Empresas (*)

(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Datos de diciembre son provisionarios.

Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno

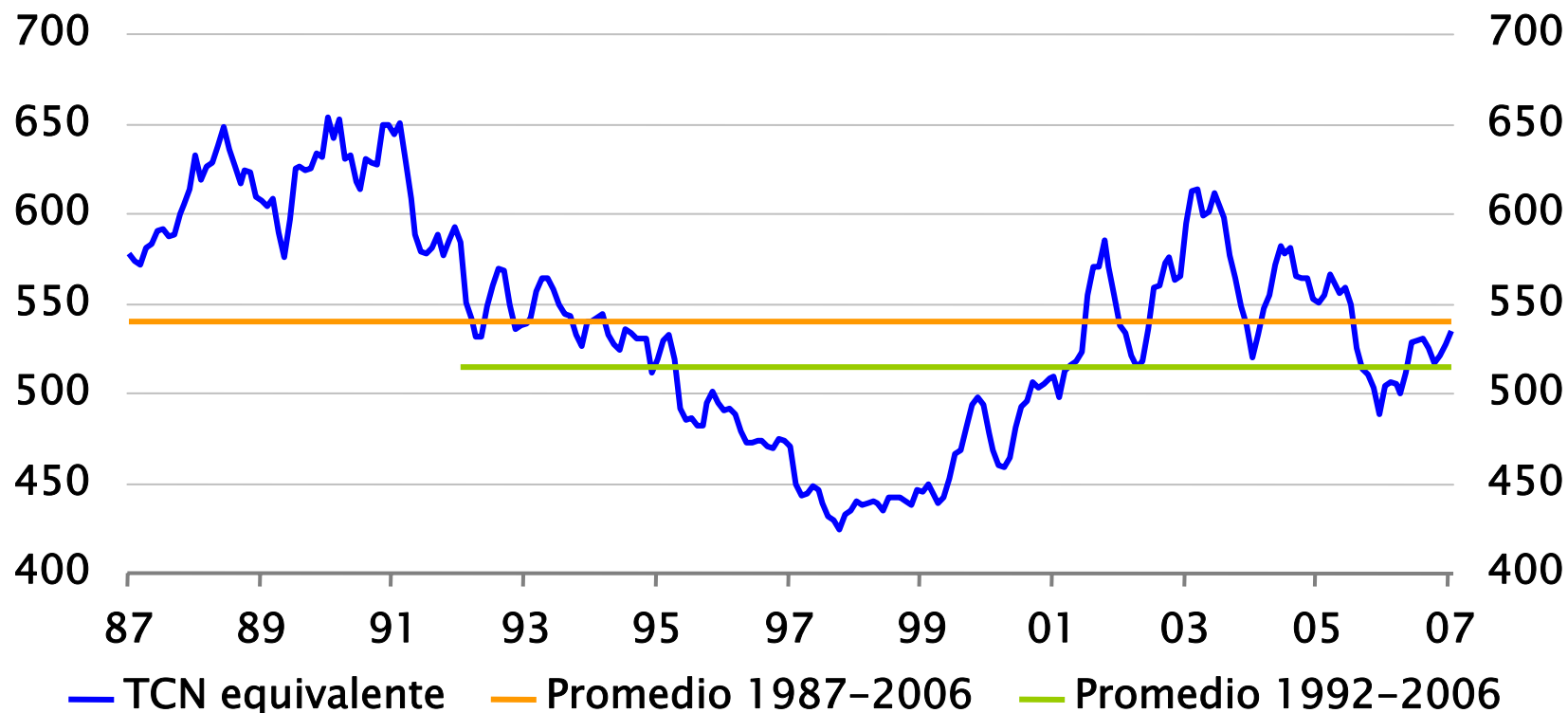
- La paridad peso/dólar ha mostrado oscilaciones, situándose en niveles nominales similares a los del cierre del Informe anterior y algo superiores a los de hace un año.
- El tipo de cambio real ha subido levemente; se estima que su nivel actual es coherente con sus fundamentos de largo plazo.
- Como supuesto metodológico para las proyecciones de este Informe se considera que, en el horizonte habitual, no diferiría mayormente de sus valores más recientes.



Escenario Interno

TCR en Pesos por Dólar y Precios Actuales

(precios y paridades de diciembre del 2006)



Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno

- La demanda interna se desaceleró gradualmente durante el 2006, lo que había sido anticipado.
- Se estima que el PIB creció 4,2% el 2006, menos que lo proyectado a comienzos de dicho año tanto por el BCCh como por los analistas privados.



Escenario Interno

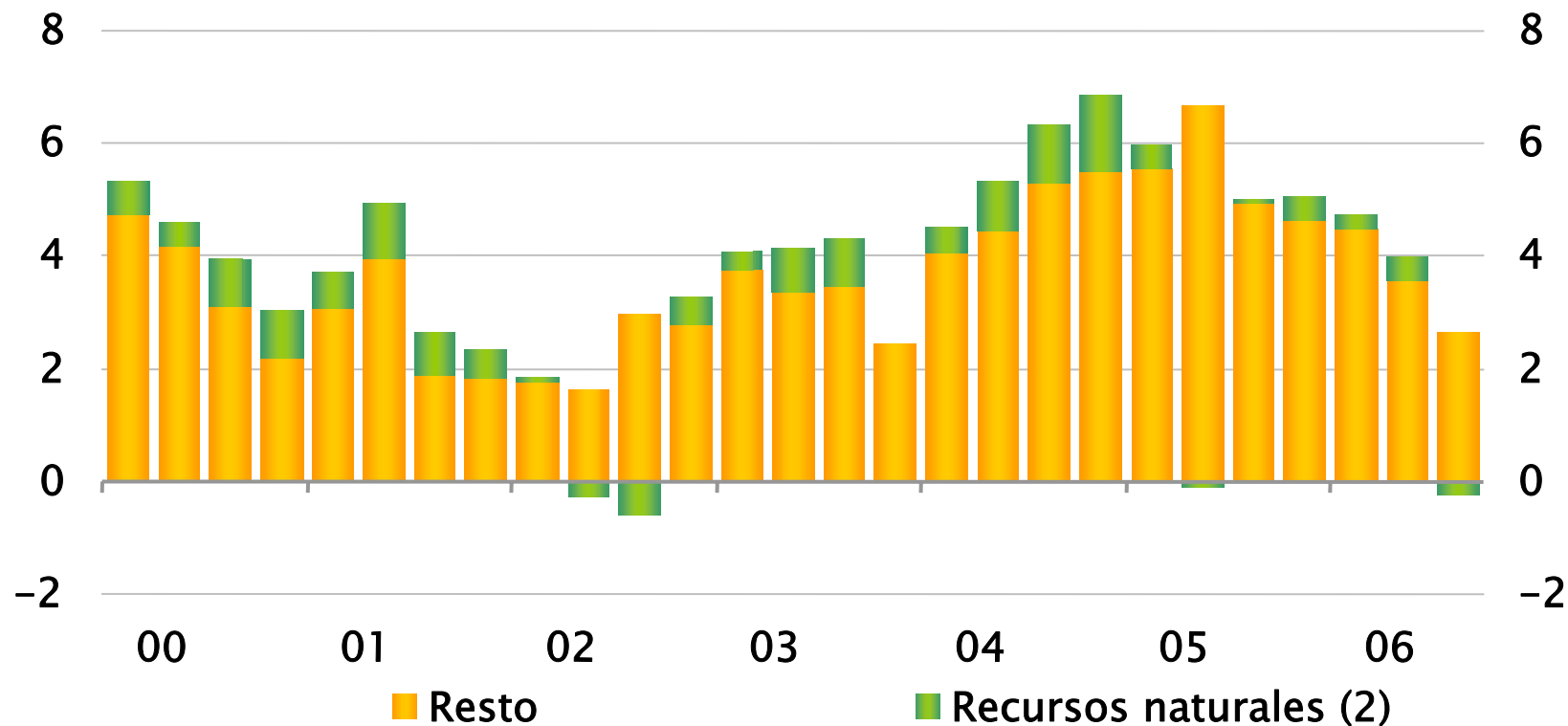
- El PIB estuvo afectado por varios factores:
 - Fenómenos puntuales e inesperados en sectores de recursos naturales (efecto estimado en $-0,3\%$ sobre PIB);
 - Mayor precio de la energía (efecto estimado en -1% sobre ingreso privado disponible y $-0,2\%$ sobre PIB, medido a través del sector industrial);
 - Menor crecimiento de la inversión (efecto estimado en $-0,5\%$ sobre PIB);
 - Cambio en el origen del consumo en favor de las importaciones (efecto directo estimado en $-0,4\%$ sobre PIB).
- Nota de prevención: los efectos estimados no se pueden sumar.



Escenario Interno

Contribución al Crecimiento del PIB (1)

(variación real anual, puntos porcentuales)



(1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.

(2) Corresponde a los sectores: Minería, Pesca y Electricidad, gas y agua, que ponderaron 12% del PIB total del 2005.

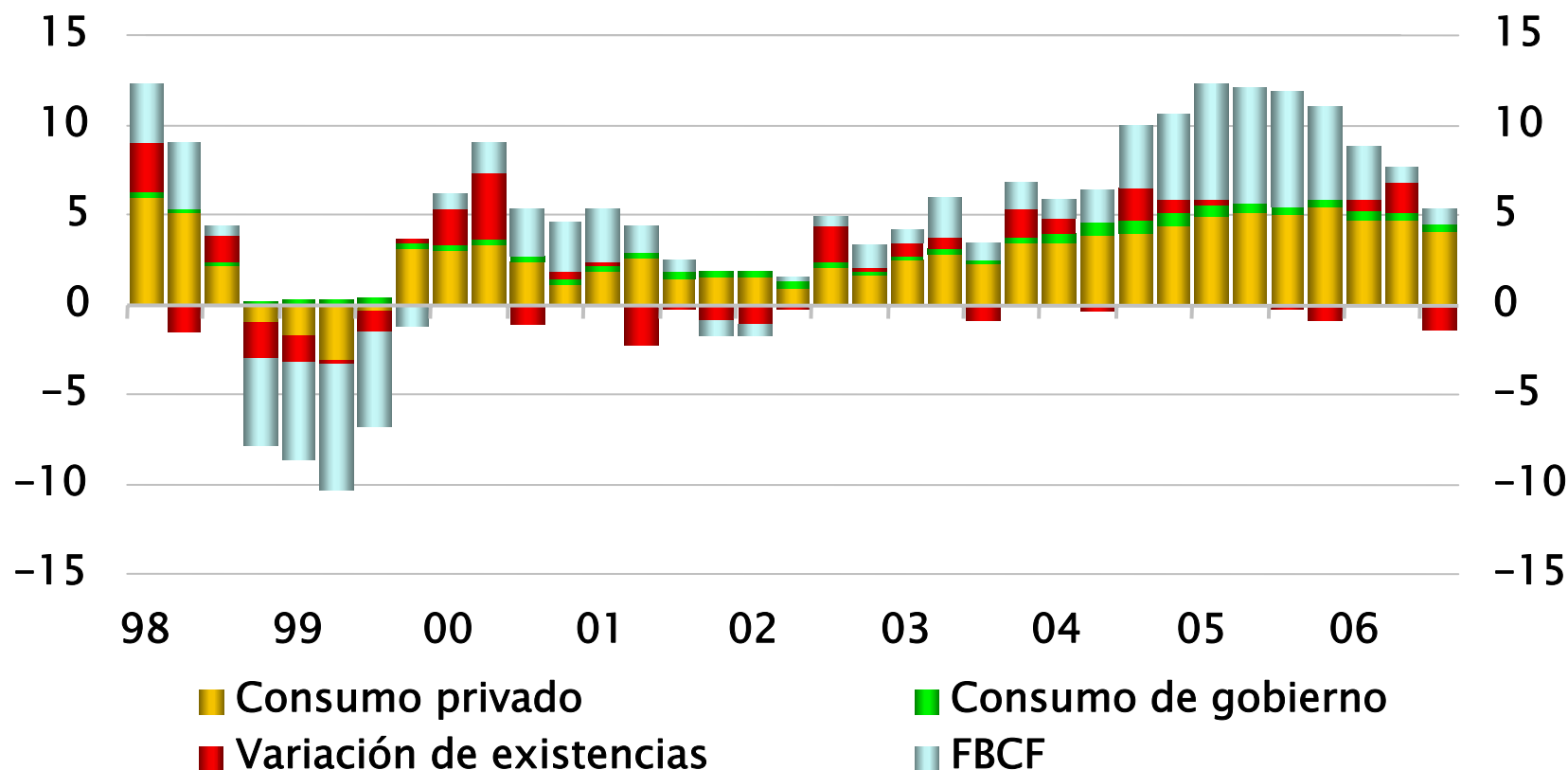
Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno

Contribución al Crecimiento de la Demanda Interna

(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.



Escenario Interno

- 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 principalmente por:
 - Condiciones financieras favorables;
 - Menor desempleo y mayor contratación de asalariados.



Escenario Interno

- Detrás del cambio en el origen del consumo estaría el hecho de que el 2006 se acentuó la caída de los precios relativos de estos bienes, tanto en el mercado externo como en el interno.



Escenario Interno

Precios de Bienes del IPC que Compiten con Importaciones (*)
(Razón sobre IPCX1, dic. 1998=1)



(*) Considera algunos alimentos no perecibles, vestuario, neumáticos, medicamentos y ciertos artículos de tocador (9,83% del IPC).

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



Escenario Interno

- Esta pérdida de competitividad de parte de la industria nacional no parece haber sido un fenómeno generalizado:
 - Ha coincidido con un robusto crecimiento de las exportaciones industriales no ligadas a productos básicos;
 - El tipo de cambio real relevante para el comercio exterior no mostró grandes cambios en este período;
 - Además, se presume que los fundamentos de su valor de equilibrio no se han modificado mayormente, sin desconocer efectos relevantes en algunos sectores particulares de la economía.



Escenario Interno

- Las exportaciones llegaron a cerca de US\$59.000 millones en el 2006 (45% de variación nominal anual), en parte importante por el mayor precio del cobre y de otros productos básicos.
- Las importaciones alcanzaron a aproximadamente US\$38.500 millones el año pasado (18% variación anual).
- Con ello, la balanza comercial acumuló un saldo cercano a US\$23.000 millones.
- La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró con un superávit del orden de US\$5.000 millones, lo que equivale a 3,4% del PIB.



Escenario Interno

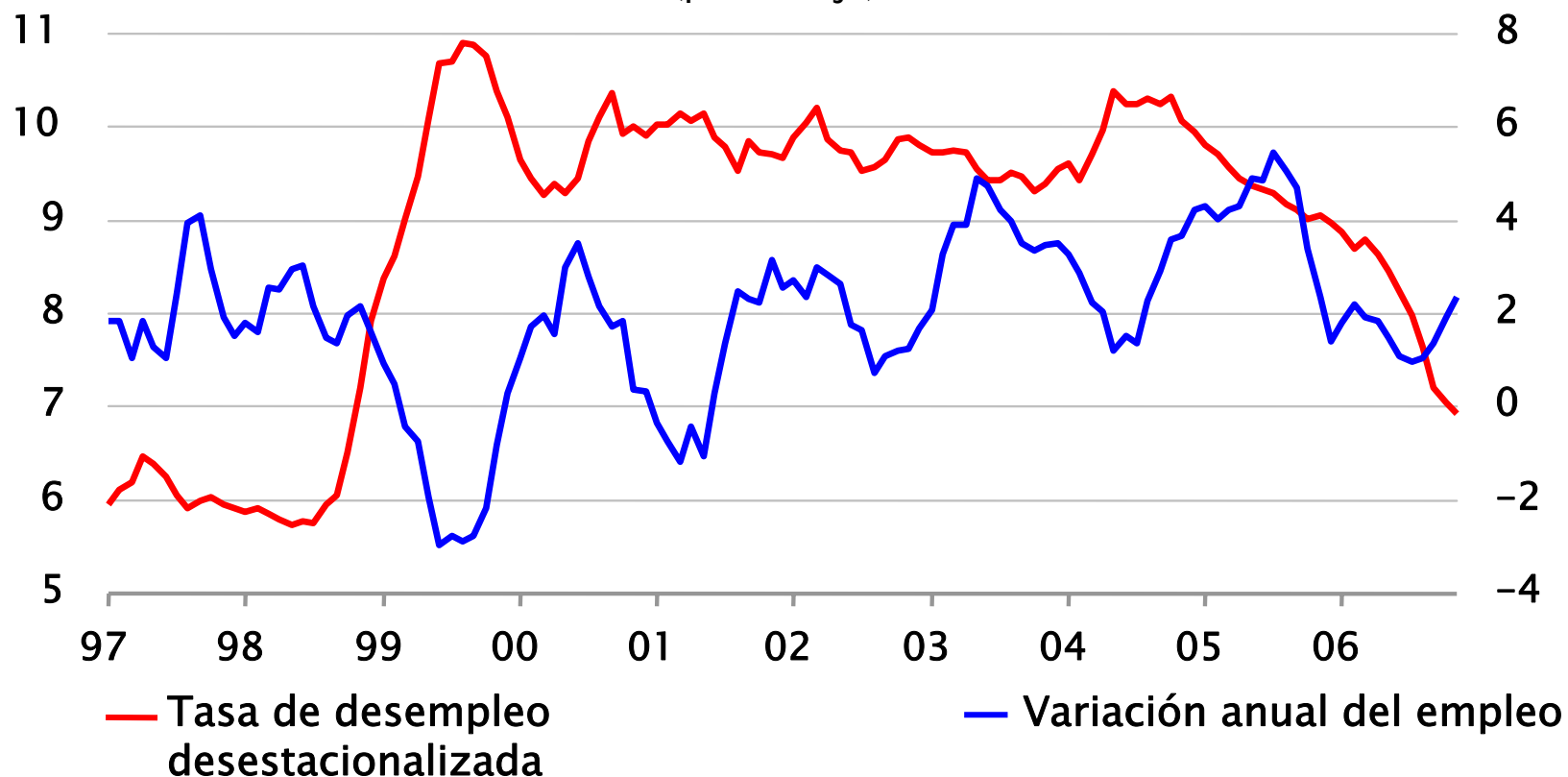
- El mercado laboral muestra un sostenido crecimiento anual del empleo, en particular del asalariado.
- La tasa de desempleo ajustada por estacionalidad mantiene la tendencia descendente de los últimos dos años.



Escenario Interno

Empleo Nacional y Tasa de Desempleo

(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



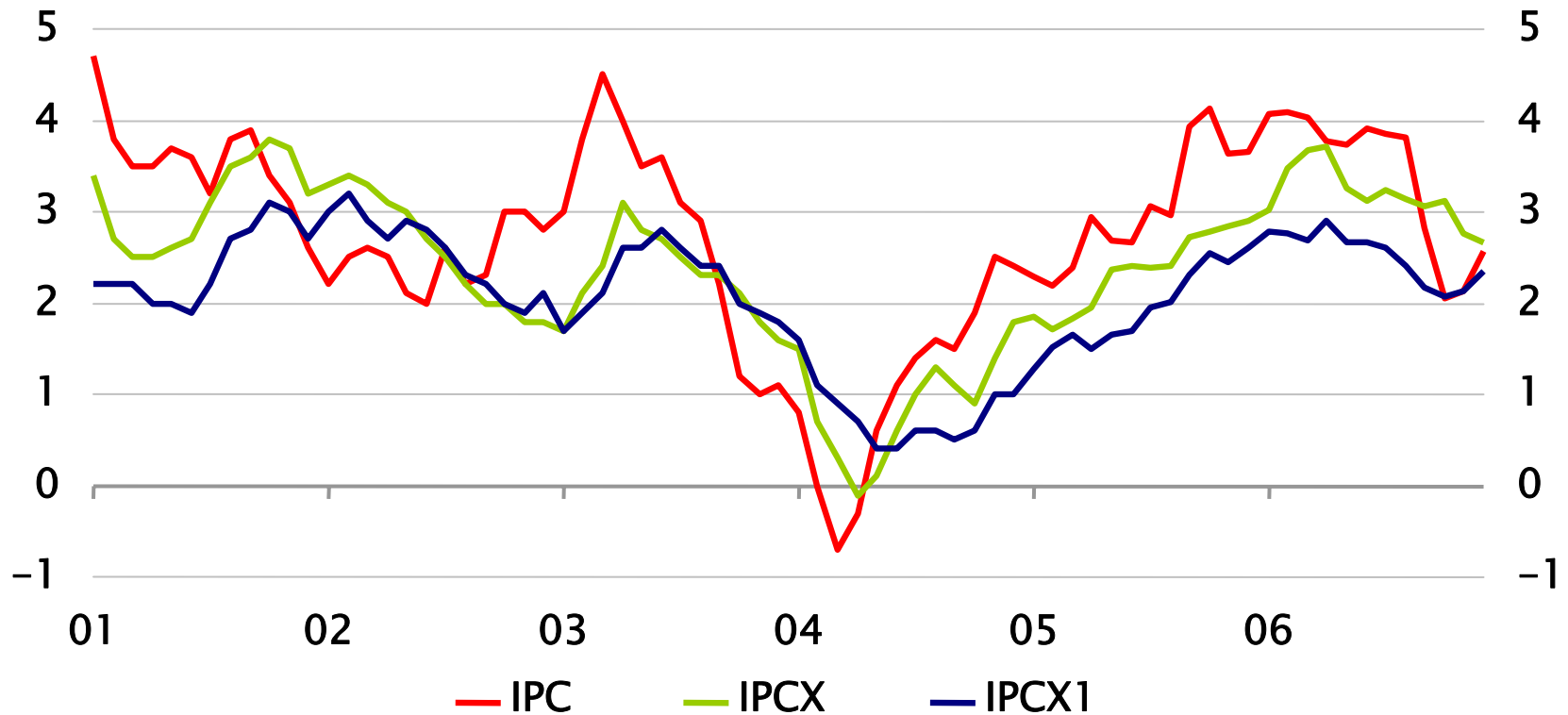
Escenario Interno

- 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 productiva que se amplió en el curso del 2006.



Escenario Interno

Inflación IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)



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



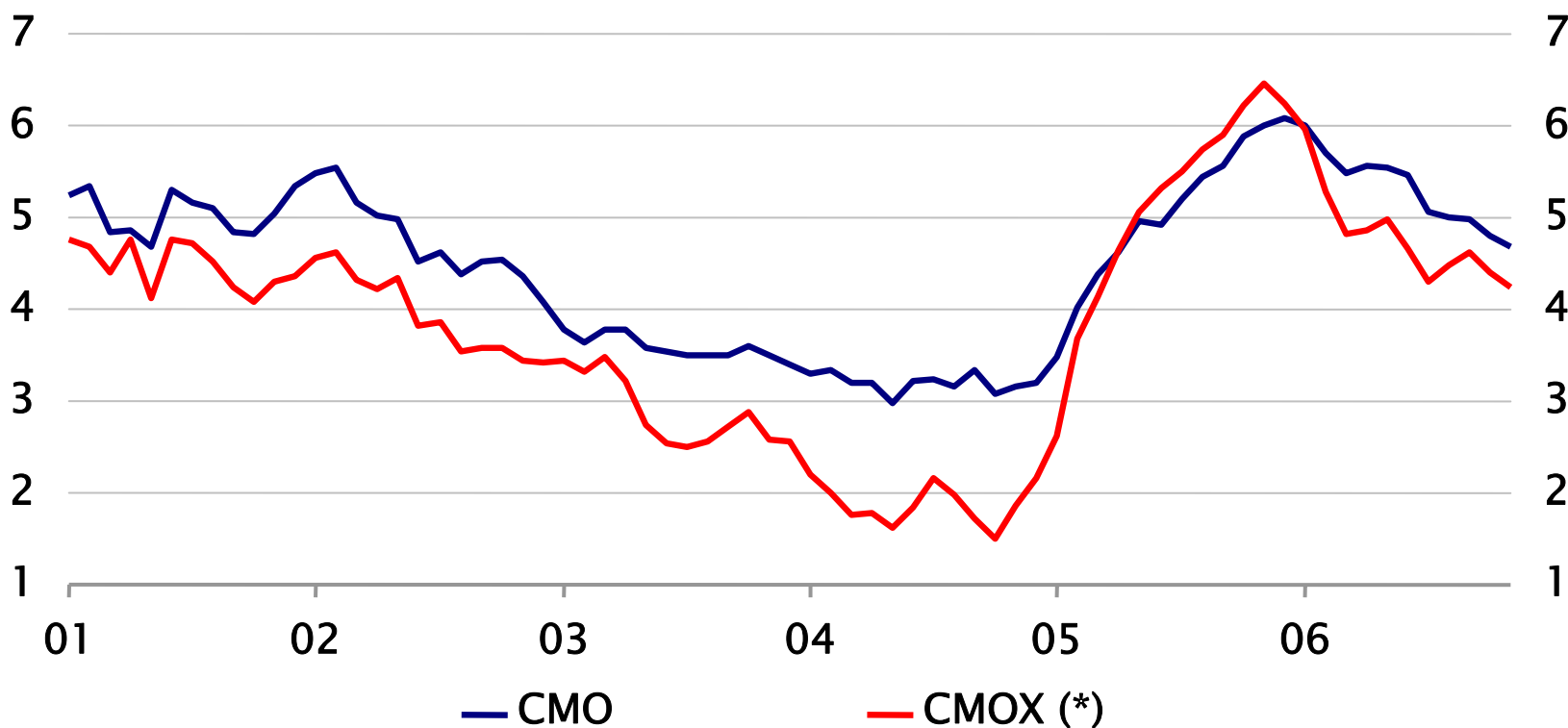
Escenario Interno

- Los salarios han presentado, con algunos vaivenes, tasas de crecimiento en doce meses en descenso desde fines del 2005.
- Lo anterior lleva a estimar que las presiones inflacionarias actuales provenientes de los costos laborales son acotadas.



Escenario Interno

Costo de la Mano de Obra
(variación nominal anual, porcentaje)



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

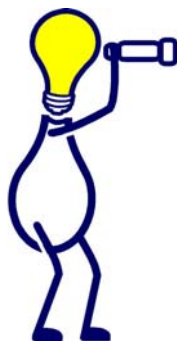


Escenario Interno

- 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%.



IV. Perspectivas de Inflación y Crecimiento





Perspectivas de inflación y 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, el ritmo de crecimiento del PIB trimestre a trimestre para el 2007 es comparable al previamente esperado.



Perspectivas de inflación y crecimiento

- Parte del mayor crecimiento del PIB en el 2007, comparado con el 2006, se basa en:
 - Un empuje mayor de la inversión;
 - 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 de tendencia se estima en algo por encima de 5% el 2006 y en torno a ese valor el 2007.



Perspectivas de inflación y crecimiento

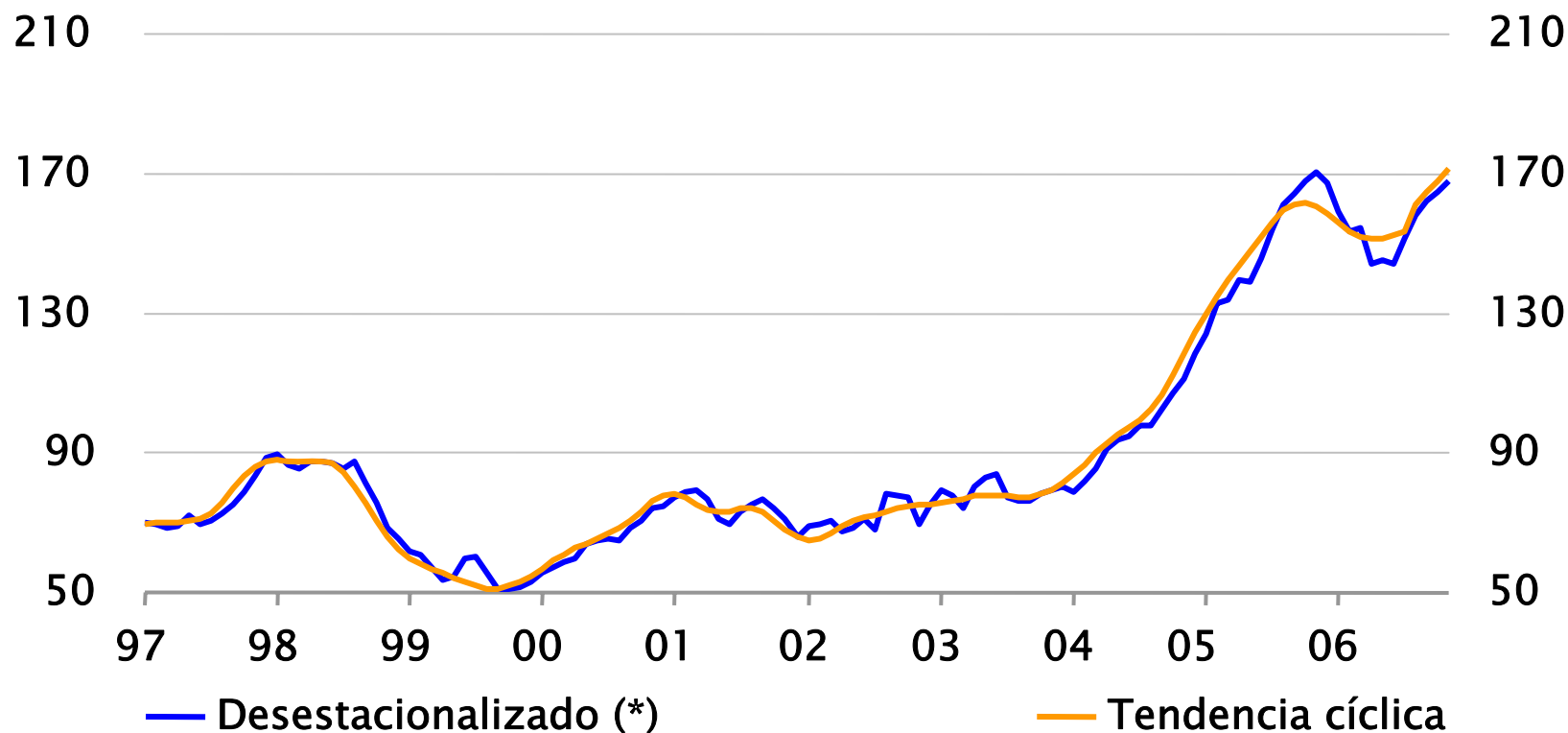
- En cuanto a la inversión, en los últimos meses se han sumado noticias favorables:
 - Destaca el dinamismo que han retomado las importaciones de bienes de capital, que se ubican en niveles similares a los máximos del 2005;
 - A ello se agrega la revisión al alza del catastro de inversión privada de la CBC de octubre del 2006, que reflejó un aumento importante en la inversión total esperada para el 2007 respecto del catastro de julio pasado.



Perspectivas de inflación y crecimiento

Importaciones de Bienes de Capital

(índice cantidad 2004=100)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.



Perspectivas de inflación y crecimiento

- El escenario base de este Informe considera que el gasto fiscal sigue enmarcado dentro de la regla de superávit estructural de 1% del PIB.
- El aumento del gasto resultante generaría un mayor impulso fiscal en la economía, en línea con el considerado en el Informe anterior, el que también es un factor determinante del mayor crecimiento proyectado para este año.



Perspectivas de inflación y 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.



Perspectivas de inflación y crecimiento

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



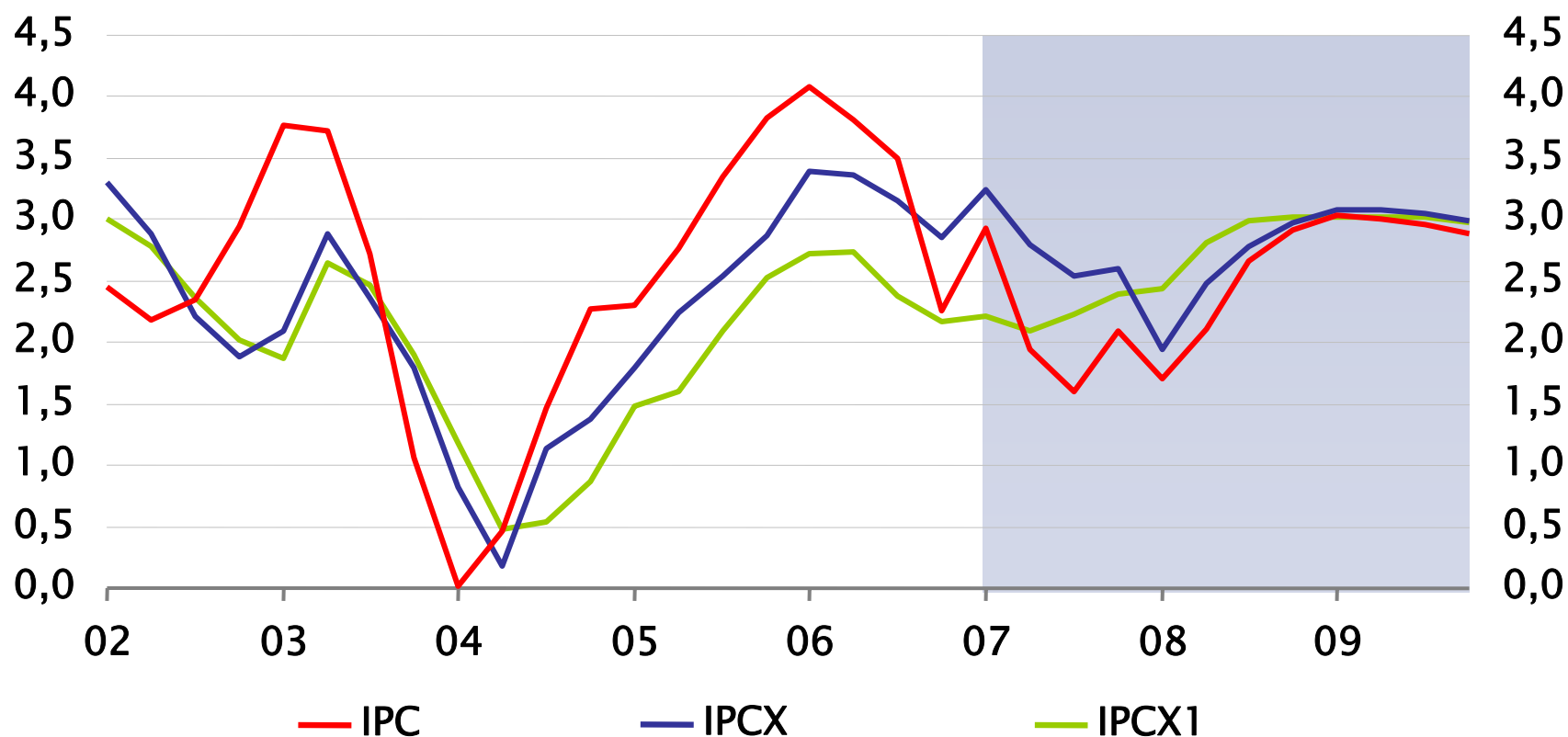
Perspectivas de inflación y crecimiento

- En el escenario central, 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%.
- La inflación subyacente (IPCX1) se mantendría entre 2 y 3% por algunos trimestres, para luego converger paulatinamente también hacia 3%.



Perspectivas de inflación y crecimiento

Inflación IPC, IPCX e IPCX1
(variación porcentual a/a)



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

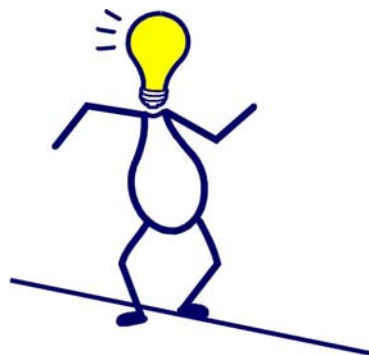


Perspectivas de inflación y crecimiento

- 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.
- Como es habitual, cambios futuros dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.



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 varias fuentes de incertidumbre que podrían generar escenarios alternativos.



Escenarios de Riesgo Externo

- En el frente externo, destaca la posibilidad de que el menor dinamismo de la economía de EE.UU. se profundice y que ello afecte a otras regiones, en particular a Europa y Asia.
- Persisten riesgos de que el precio del petróleo siga una trayectoria muy diferente de la proyectada y que el precio del cobre se corrija más aceleradamente.
- En todo caso, se estima que los cambios en el escenario externo relevante tienen un impacto sobre la economía nacional menor que en el pasado.



Escenarios de Riesgo Interno

- Internamente, no puede descartarse que la economía retome una tasa de crecimiento mayor que la prevista (por una mayor fuerza de la inversión o por un mayor efecto de la expansión fiscal).
- También podría suceder lo contrario, por ejemplo, si en el plazo considerado no se materializa una porción relevante de las intenciones de inversión.



Escenarios de Riesgo Interno

- Es posible que el consumo muestre un mayor vigor; pero también es posible que su efecto sobre la actividad se vea atenuado si continúa la profundización en el cambio de origen del consumo hacia bienes importados.
- 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 (por un lento cierre de la brecha de capacidad o un acotado crecimiento de los costos laborales).



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 5,0 y 6,0%.
- La inflación promedio se proyecta en 2,0% anual para el 2007 y 2,3% el 2008, y converge a 3,0% en el horizonte de política.
- El Consejo considera que el balance de riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación está balanceado.



Conclusiones

- El Consejo reafirma su compromiso de que la inflación se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3,0% anual, con un rango de tolerancia de $\pm 1\%$.
- Cambios futuros en la TPM para lograr dicho objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias para la inflación proyectada.
- Esta es la forma cómo el Banco Central contribuye al crecimiento del país y al bienestar de la población.



Gracias por su atención





INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Copiapó