



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA
MONETARIA ANTE EL HONORABLE SENADO DE
LA REPÚBLICA***

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
3 de septiembre de 2014

*El *Informe de Política Monetaria* de septiembre de 2014 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Vicepresidente del Senado, senador Eugenio Tuma, honorables senadoras y senadores.

Agradezco la invitación extendida al Consejo del Banco Central de Chile para presentar el Informe de Política Monetaria (IPoM). Como es habitual en septiembre de cada año, éste coincide con el informe anual del Consejo del Banco Central al Senado, donde presentamos nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena e internacional, así como sus perspectivas e implicancias para la conducción de la política monetaria.

En los últimos meses el panorama económico de Chile ha tenido cambios importantes. En particular, la desaceleración de la actividad ha sido más marcada que lo previsto y se estima que será, también, más persistente. Hace un año, cuando presentamos ante este Senado nuestra visión de lo que sería la economía en 2014, proyectamos que se expandiría entre 4 y 5 por ciento. Hoy, como les detallaré en unos momentos, creemos que el crecimiento se ubicará entre 1,75 y 2,25 por ciento y que en 2015 lo hará entre 3 y 4 por ciento, por debajo de lo que estimamos que es el crecimiento de mediano plazo de la economía chilena.

La fuerte reducción del crecimiento es, sin duda, una noticia preocupante, que debe mover a todos los actores, políticos y económicos, a redoblar los esfuerzos para devolver el dinamismo a la economía chilena. Especialmente, considerando que, como es nuestro convencimiento, Chile tiene todas las herramientas para lograr un mayor crecimiento y mejorar, así, el bienestar de sus habitantes.

En este contexto, el Banco Central ha utilizado la política monetaria con decisión, y de forma coherente con nuestro mandato, cautelando siempre el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios. También, somos conscientes de que, si bien la política monetaria es una herramienta poderosa, puede amortiguar pero no compensar totalmente las fluctuaciones cíclicas.

Respecto de los elementos detrás del débil crecimiento de la economía, nuestro análisis identifica factores que de alguna forma eran esperados —a los que hemos hecho referencias en Informes anteriores— y otros que han sido más sorprendidos y cuyo impacto es más difícil de determinar en forma precisa.

Entre los factores esperados, están aquellos que dicen relación con elementos externos. Chile es una economía pequeña y abierta y, como tal, está afecta a los vaivenes de la economía mundial. A este respecto, y más allá de los graves y profundos efectos negativos asociados a la crisis financiera global de 2008 y 2009, se debe reconocer que, durante la última década, la economía chilena se ha favorecido de un benigno escenario internacional, donde los precios de las materias primas y las condiciones financieras han sido tremendamente beneficiosos.

No obstante lo anterior, en lo más reciente el fin del ciclo de altos precios de las materias primas ha afectado negativamente a las economías exportadoras de estos productos, incluyendo a Chile. Por su parte, si bien hoy las condiciones financieras internacionales

siguen siendo favorables, se espera que el proceso de normalización de la política monetaria en importantes economías desarrolladas se inicie pronto.

No debemos olvidar que el precio del cobre, nuestro principal producto de exportación, se mantuvo cercano a cuatro dólares la libra durante un tiempo prolongado. Hoy, está más próximo a los tres dólares y se estima que se ubicará algo por debajo de esta cifra en el largo plazo. A esto se agrega que durante la última década, coincidiendo con los mayores precios y el déficit de oferta, la inversión en el sector minero tuvo un incremento significativo alrededor del mundo.

Chile no fue la excepción. Durante la década de los noventa y comienzos de los dos mil, la inversión minera promedió entre 2 y 3 puntos del Producto Interno Bruto (PIB). En el lapso que va desde 2006 a 2013 dicha cifra subió a 5 puntos del PIB, llegando en 2012 a representar 6,5 por ciento del PIB. Este fenómeno no solo permitió al país ampliar su capacidad en el sector minero, sino que generó importantes encadenamientos productivos hacia otros sectores económicos, dentro de ellos la construcción, el comercio y la industria.

El desarrollo y crecimiento que ha tenido la zona norte del país, en especial en ciudades como Iquique, Antofagasta y La Serena son un fiel reflejo del impacto positivo que creó este fenómeno. Sin embargo, este ciclo de inversión, como ha sido advertido en numerosas ocasiones, maduró, lo que se manifiesta en que hoy el cúmulo de proyectos en ejecución es menor. Lo que ha sucedido con otras economías exportadoras de metales como Australia y Perú, aunque con diferencias en intensidad y en los tiempos específicos, es sintomático de este fenómeno.

De cualquier forma, la mencionada maduración del ciclo mundial de inversión en cobre no es la única razón detrás del menor dinamismo de la inversión minera. Los retrasos, postergaciones y cancelaciones también han sido atribuidos por los partícipes de la industria a problemas internos relacionados con la falta de agua y los altos costos de la energía; a la excesiva demora en la definición sobre proyectos y la judicialización de algunos de ellos; así como a problemas con las comunidades y al aumento de los costos.

Entre los factores esperados de la desaceleración también se cuenta el que los esfuerzos de reconstrucción posteriores al terremoto y maremoto de febrero de 2010, incluyendo el mayor impulso fiscal asociado, han tendido a desaparecer a medida que dicho proceso se completa, explicando, también, parte la desaceleración de la economía. Por último —pero no menos importante— durante los últimos años, estos y otros factores, hicieron que el ritmo de crecimiento de la economía superara su potencial. Ello hacía necesaria, y adecuada, una velocidad de expansión menor y más sostenible en el tiempo.

Con todo, el debilitamiento de la actividad y del gasto ha sido mayor a lo esperado, sorprendiéndonos a nosotros y a todos los agentes económicos por su intensidad y persistencia. Ya en el IPoM de junio pasado manifestábamos que una parte de la caída de la inversión no podía ser explicada por las variables tradicionales que determinan este componente de la demanda interna.

La sorpresa negativa en la actividad se relaciona, en parte, con que algunos de los eventos que avizorábamos meses atrás han contribuido menos que lo esperado al crecimiento. Por ejemplo, la recuperación de la actividad de nuestros principales socios comerciales ha sido algo más lenta que lo esperado, especialmente en América Latina. Las correcciones a la baja de la inversión en minería y energía a realizarse en 2014 han sido mayores a las estimadas, como se observa en el nuevo catastro de la Corporación de Bienes de Capital. Además, la depreciación del peso, si bien es un importante aliciente para el sector exportador, en el corto plazo ha afectado negativamente los componentes importados del gasto interno.

Junto con lo anterior ha destacado en los últimos meses la caída en las expectativas económicas, las que, por una parte, son un reflejo de este escenario de menor dinamismo, pero por otra, terminan afectando negativamente la demanda interna. Las expectativas para la inversión y el consumo se han deteriorado desde hace ya un tiempo, y más marcadamente en lo más reciente. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) y el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) han mostrado bajas continuas durante el 2014. A julio, ambos se ubican por debajo de los niveles neutrales (gráfico 1).

Además, muestran un importante deterioro en algunos ítems específicos, donde destacan los relacionados con la conveniencia de comprar bienes durables, la percepción respecto del empleo y el nivel adecuado de inventarios. A su vez, el Informe de Percepciones de Negocios que publicó el Banco en agosto reveló que las empresas perciben un aumento de la incertidumbre, que ha afectado tanto sus decisiones de inversión y gasto como las de sus clientes. Un aumento de la incertidumbre genera naturalmente una postergación de proyectos de inversión (lo que en la literatura especializada se denomina la “opción de esperar”), que podría explicar en parte la caída de la inversión.

Como mencioné, la política monetaria ha respondido con fuerza y decisión al deterioro del panorama interno, generando un impulso monetario significativo. A mediados de 2013 señalamos la necesidad de adoptar una política monetaria más expansiva que asegurara la convergencia de la inflación a la meta. Consecuentemente, desde octubre del año pasado hemos rebajado la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 150 puntos base y hemos mantenido un sesgo expansivo para la política monetaria.

Esto, unido a la evolución del escenario macroeconómico interno y externo, ha tenido un gran efecto en la estructura de tasas de interés de mercado. En particular, las tasas de largo plazo se ubican en sus mínimos históricos o en torno a ellos (gráfico 2). Es importante recalcar esto porque las tasas de interés de largo plazo son las que más influyen en la inversión. Lo notable es que hoy incluso están por debajo de las vigentes en los años 2008-2009. Es decir, incluso menores que lo que se observó en el peor momento de la crisis financiera global, cuando la TPM llegó a 0,5 por ciento y se adicionaron estímulos monetarios no convencionales a la economía. También las tasas de interés para créditos hipotecarios se ubican por debajo del nivel que tenían en aquella época y muy cercanas a sus mínimos históricos.

Al mismo tiempo, el menor costo de financiamiento bancario se ha traspasado a las tasas de los créditos para empresas y personas. Estas tasas han caído hasta 140 puntos base desde

octubre del año pasado. No obstante, descontada la inflación, el crecimiento de las colocaciones ha disminuido, en especial en los créditos comerciales y de consumo. En esto ha contribuido la conducta más cautelosa tanto de oferentes como de demandantes de crédito, como se desprende de la Encuesta de Créditos Bancarios (ECB) de junio y del Informe de Percepciones de Negocios de agosto.

Las reducciones ya efectuadas a la TPM han contribuido a suavizar el ciclo económico, y como lo hemos señalado con anterioridad y como lo reafirmamos en el IPoM que damos a conocer hoy, es probable que sea necesario un impulso monetario aún mayor para asegurar, así, el cumplimiento de la meta de inflación. En particular, dadas las condiciones actuales y de no mediar cambios mayores en el panorama económico, consideramos que los ajustes esperados por el mercado en materia de política monetaria, que están implícitas en las distintas medidas de expectativas al cierre de este IPoM —esto es fines de agosto— serán suficientes para asegurar la convergencia de la inflación y ayudar a la reactivación de la economía.

La política monetaria es una herramienta importante y significativa para reducir las fluctuaciones cíclicas de la economía. Su uso contra-cíclico es un privilegio que nos hemos ganado después de años de una implementación que ha afianzado la credibilidad del Banco Central. Pero también es importante hacer notar que no es una herramienta todopoderosa. Por un lado, permite amortiguar, pero no compensar totalmente las fluctuaciones propias de una economía pequeña y abierta como la chilena. Más importante, si se busca que la economía chilena alcance mayores tasas de crecimiento en el mediano plazo, será necesario implementar medidas que fomenten la inversión en capital físico y humano, así como un mayor dinamismo de la productividad, elementos que, por cierto, están más allá de la política monetaria

En este IPoM, el Consejo presenta una revisión de su supuesto respecto del crecimiento de mediano plazo para Chile en los próximos años. Desde el punto de vista de la política monetaria, este supuesto es relevante, ya que, junto con otros elementos, permite estimar el tamaño de las holguras de capacidad y las presiones inflacionarias que de ellas se derivan. Vistos todos los antecedentes, estimamos que el crecimiento de mediano plazo para Chile se ubica entre 4 y 4,5 por ciento, por debajo del valor en torno a 5 por ciento que se consideraba previamente. El menor crecimiento previsto para la inversión y para la productividad total de factores explican gran parte de este ajuste.

La disminución del crecimiento de mediano plazo es un proceso natural, asociado a la evolución de una economía que alcanza mayores niveles de ingreso per cápita. Sin embargo, creemos que Chile tiene a su alcance medidas que podrían atenuar este fenómeno. Por un lado, como indiqué, parte del menor crecimiento se debe al menor aumento esperado de la inversión. Uno de los elementos que habitualmente se esgrimen para la menor inversión es el alza en los costos de la energía y la creciente dificultad para llevar a cabo las inversiones, incluso cuando se cuenta con los permisos que contempla la institucionalidad vigente.

Como Banco Central hemos reiterado en numerosas oportunidades la importancia que tiene para el desarrollo del país definir políticas claras que permitan reducir en el tiempo el costo

de este insumo tan relevante. El Gobierno ha lanzado una agenda de energía, que sin duda se plantea metas ambiciosas, y esperamos que se avance en concretar los hitos que ahí se definen y que corresponden a un ámbito de la mayor relevancia para el desarrollo de nuestro país. La infraestructura es otro ámbito donde se puede alcanzar un mayor nivel de producto potencial vía una mayor inversión en obras.

La evolución de la economía en los últimos años da cuenta de una disminución de la productividad total de factores. Las dos políticas recién mencionadas, energía e infraestructura, además de un efecto en la inversión, pueden tener efectos en la productividad.

Respecto del empleo, un tema que ha sido constantemente discutido en nuestro país es la participación femenina en la fuerza laboral. Aunque esa tasa ha subido en los últimos años, aún está por debajo del promedio de las economías de la OCDE (gráfico 3). Con una población que envejece y que crece a tasas menores, el lograr una mayor participación de la fuerza de trabajo femenina puede ser un ingrediente significativo para incrementar nuestro crecimiento de mediano plazo. También puede ayudar el alargar la vida laboral de las personas, tendencia que empieza a aparecer en muchos países en que la fracción de población que supera los 65 años crece aceleradamente y que aún está en condiciones de aportar a la fuerza de trabajo. Finalmente, los desafíos en torno a aumentar la productividad del trabajo, son reconocidos por todos. Un elemento clave en esa dimensión es un mejor sistema educativo. Una mejor capacitación también cae en este ámbito.

Ahora, permítanme detallarles el escenario macroeconómico que consideramos más probable para los próximos trimestres y los riesgos inherentes a él.

Escenario macroeconómico

La inflación anual del IPC sigue sobre 4 por ciento, pero sus variaciones se han moderado en los últimos meses. Esto último fue más visible en la evolución del IPCSAE —el IPC excluido los precios de los alimentos y la energía—, dando cuenta, por un lado, que el traspaso de la depreciación del peso a la inflación ha sido un fenómeno importante, pero cuya intensidad tiende a disminuir en el tiempo, y por otro, que el bajo desempeño de la economía ya está reduciendo las presiones sobre los precios. Así, sigue estimándose que el elevado nivel actual de la inflación será transitorio, visión que es compartida por el mercado, en cuanto las expectativas para la inflación a uno y dos años plazo se han mantenido en torno a 3 por ciento (gráfico 4).

Como indiqué al comienzo de mi presentación, la mayor novedad de los últimos meses proviene de la actividad y el gasto interno, cuyo desempeño fue bastante más débil que lo previsto. En el segundo trimestre, el PIB creció 1,9 por ciento y la demanda interna cayó 0,9 por ciento anual (gráfico 5). El bajo desempeño del gasto se extendió a todos sus componentes, llamando la atención el rápido deterioro de aquellos que tienen un carácter más persistente, como el consumo habitual y la inversión en construcción y obras. Por sectores, resaltó la caída anual de la actividad del comercio, principalmente mayorista, y el magro resultado de gran parte de las ramas industriales. En estas últimas, solo aquellas ligadas al sector exportador muestran un desempeño más favorable en el margen.

La evolución del gasto también ha llevado a una caída de las importaciones, dando pie a un ajuste más marcado de la cuenta corriente (gráfico 6). En efecto, mientras hace un año el déficit anual de la cuenta corriente llegaba a 4 por ciento del PIB y se estimaba que seguiría subiendo, al cierre del segundo trimestre se ubicó en 2,4 por ciento del PIB y para fines de este año bajaría a 1,8 por ciento del PIB. Este nivel más la depreciación del peso, y sus efectos sobre las exportaciones, nos permiten ver con tranquilidad la evolución de esta variable a futuro.

Indicadores parciales de comienzos del tercer trimestre, muestran que el desempeño de la economía se mantiene débil, aunque siempre es bueno recordar que no se debe sobre reaccionar a los datos mensuales que suelen ser muy volátiles (gráfico 7). Con todo, no debe sorprendernos si las cifras de expansión de la economía siguen siendo bajas, pues, como ya he indicado, estamos sufriendo un proceso de desaceleración más marcado y persistente. En este sentido, la corrección en la proyección de crecimiento para este año recoge esta debilidad y considera que, hacia fines de este año, la economía tendrá algún grado de recuperación, aunque acotado y gradual.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo ha aumentado levemente respecto de comienzos de año, sin embargo continúa en niveles históricamente bajos. El empleo total sigue creciendo en términos anuales, pero a una tasa menor, y con una composición en la que la parte asalariada se ha estancado desde hace unos meses. Otros indicadores como la disponibilidad de nuevas vacantes se ha reducido y las solicitudes de pago del seguro de cesantía han aumentado (gráfico 8). Todo ello hace natural pensar en un aumento en la tasa de desocupación en los próximos meses. De todos modos, el crecimiento de los salarios nominales sigue alto, lo que de persistir, podría retrasar la convergencia de la inflación y hacer más difícil el ajuste del mercado laboral a las actuales condiciones cíclicas de la economía.

Como ya mencioné, el deterioro del panorama interno se ha dado en un contexto en que el impulso monetario ha aumentado significativamente. La TPM se ha recortado en 150 puntos base el último año y la estructura de tasas de mercado se ha reducido en concordancia.

El cambio en el escenario macroeconómico también se ha reflejado en los movimientos del tipo de cambio nominal y real. El peso chileno se depreció 5,8 por ciento comparando el cierre estadístico de este IPoM y el del anterior, especialmente durante las últimas semanas. Si bien parte de esta depreciación respondió a un fenómeno global de mayor fortaleza del dólar, el incremento de la paridad peso/dólar superó lo observado en otras economías emergentes. Esto, en respuesta a condiciones cíclicas internas menos favorables y a una política monetaria local más expansiva. Es importante destacar que el esquema chileno de política macroeconómica incluye, entre otros aspectos, una política monetaria basada en metas de inflación y flexibilidad cambiaria. Así, en períodos de desaceleración, cuando la presión sobre los precios cae, la política se hace más expansiva para lograr la meta de inflación, esto es para que la inflación no sea menor a la meta.

Este mayor impulso de la política monetaria tiene como efecto un mayor tipo de cambio, el cual permite un ajuste más rápido y óptimo de la economía mediante la expansión de los

sectores transables. En otras palabras, los aumentos del tipo de cambio son una respuesta natural y deseada al ciclo económico, colaborando en el ajuste de la economía. Hemos sido fieles a ese predicamento, lo que se refleja en la significativa depreciación que ha tenido nuestra moneda en el último tiempo. No vemos esto como un problema, pues si bien produce efectos indeseados en el corto plazo —como una mayor inflación— forma parte de la solución que permite una reactivación más rápida y eficiente.

Hemos destacado, además, cómo en nuestro país las tasas de interés de largo plazo se han ajustado en este escenario significativamente a la baja. Ello en marcado contraste con los que sucedía en otras épocas o en la actualidad en otras economías emergentes, donde las presiones cambiarias se traspasan rápidamente a mayores tasas de interés.

Las condiciones de financiamiento externo, más allá de vaivenes temporales, se han mantenido favorables desde una perspectiva histórica, aunque el riesgo de una reversión sigue latente. Los premios por riesgo soberano y corporativo de Chile han tenido alzas acotadas en lo más reciente, pero se mantienen en niveles menores que hace un año. Algo similar se observa en otras economías emergentes. Las tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado han retrocedido desde junio, con una evolución que, en el caso de Estados Unidos, ha llamado la atención dada la mayor fortaleza de su economía y las expectativas de que su tasa de referencia comenzará a aumentar a mediados del próximo año.

Los términos de intercambio también se han mantenido favorables desde junio, incluso subieron en el margen respecto de lo anticipado en esa ocasión, principalmente por un mayor precio del cobre, producto de una oferta más ajustada. En el escenario base, el precio del cobre proyectado para 2014 y 2015 es de 315 y 305 centavos de dólar la libra, respectivamente.

El panorama de crecimiento de los socios comerciales se debilitó levemente desde junio, y se siguen esperando tasas de crecimiento superiores en 2015 respecto de 2014. En las economías desarrolladas, el crecimiento se revisó algo a la baja para este año. A las peores cifras de Japón, se agrega una recuperación más lenta en la Eurozona, incluido Alemania, donde la confianza de consumidores y de empresas ha declinado, en parte, por los conflictos geopolíticos en la región. Estados Unidos recuperó fuerza en el segundo trimestre, por el buen desempeño del consumo privado, la inversión y las mejores expectativas. En América Latina, el crecimiento se revisó a la baja para este año y el próximo en la mayoría de las economías, aunque existe heterogeneidad en su desempeño. En China, las medidas del gobierno han logrado estabilizar su crecimiento. En el escenario base, los socios comerciales se expandirán 3,6 por ciento en promedio durante 2014 y 2015, dos décimas menos de lo previsto en junio (tabla 1).

En el escenario base, se considera que el menor dinamismo de la economía nacional será más persistente que lo previsto anteriormente. De este modo, como ya se anticipó, la proyección de crecimiento del PIB para este año se corrige a una cifra entre 1,75 y 2,25 por ciento, por debajo de lo considerado en junio. En 2015, coherente con bajas bases de comparación y un dinamismo acotado de la economía, prevemos que el PIB crecerá entre 3,0 y 4,0 por ciento anual. La recuperación, aunque moderada, se sustenta en el mayor

impulso monetario y las menores tasas de mercado; en un mayor impulso fiscal; en un mayor crecimiento de los socios comerciales; en la depreciación real del peso; y en una mejora de las expectativas privadas. Como ya indiqué, en esta proyección, el Consejo estima que el crecimiento de mediano plazo de la economía chilena se ubica entre 4 y 4,5 por ciento.

El crecimiento de la demanda interna en 2014 también se ha revisado a la baja, en particular el de la inversión. Esto, dado que los datos efectivos al segundo trimestre fueron menores que lo previsto y que los proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital para 2014 y 2015 fueron revisados a la baja en el último catastro. En contraste, se espera un mayor impulso del gasto público, en particular de la inversión. Por el lado del consumo privado, esperamos que en lo que resta del año se mantenga creciendo por debajo de lo previsto en junio (tabla 2).

La inflación anual del IPC, aún afectada por las altas variaciones mensuales de comienzos de año y los efectos directos de la depreciación reciente del peso, se mantendrá en valores por sobre 4 por ciento durante todo lo que queda de 2014. Hacia 2015, acorde con las menores presiones inflacionarias que se deducen de la evolución cíclica de la economía y las altas bases de comparación, la inflación anual, tanto del IPC como del IPCSAE, tendrá un rápido descenso hacia 3 por ciento. Luego, oscilará en torno a esa cifra hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre de 2016 (gráfico 9).

Esta trayectoria de la inflación toma en cuenta que los efectos indirectos de la depreciación nominal y real del peso observada durante los últimos meses serán más que compensados por el estado de las brechas de capacidad dentro del período de proyección. El Consejo evalúa que el nivel actual del tipo de cambio real (TCR) es coherente con el estado cíclico de la economía y las condiciones financieras internas y externas, aunque se encuentra algo por sobre el rango de valores considerados de largo plazo. Como supuesto metodológico, se considera que el tipo de cambio tendrá una leve apreciación real en el largo plazo, acorde con la normalización de las condiciones cíclicas de la economía.

Respecto de la TPM, el cambio del escenario macroeconómico interno ha reducido las expectativas para su nivel desde junio. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las distintas medidas de expectativas disponibles al cierre estadístico de este IPoM. Estas medidas de expectativas prevén que la TPM tendrá reducciones adicionales en lo venidero, que la llevaría a niveles en el entorno de 3 por ciento de aquí a fines de año (gráfico 10).

El escenario base refleja los eventos que tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado, mientras que para la actividad está equilibrado en 2014 y sesgado a la baja en 2015.

En el plano externo, se mantienen los riesgos previstos en IPoM anteriores. Aunque el crecimiento en China y sus perspectivas se han estabilizado en lo más reciente, su

desempeño futuro sigue siendo un factor de riesgo, en particular por la incertidumbre acerca de los desarrollos de su sistema financiero y sector inmobiliario. Además, no se puede descartar que las vulnerabilidades en otras economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad. En la Eurozona, la situación macrofinanciera continúa siendo un elemento de incertidumbre, a la que se han agregado las tensiones geopolíticas en el continente, lo que acentúa los riesgos de una recuperación más lenta en la región.

En Estados Unidos, el retiro de los estímulos monetarios no convencionales ha ido acorde con lo previsto, pero los mercados financieros podrían sufrir episodios de tensión relevantes ante eventos que adelanten el momento en comenzará a aumentar la tasa *Fed Funds*. En particular, en el contexto actual de bajas tasas de interés de largo plazo y premios soberanos acotados, podrían generarse episodios de reversión bruscos con tensiones relevantes. Ello podría tener efectos sobre el costo de financiamiento externo y las paridades de monedas, con impactos importantes sobre las economías emergentes. Con todo, lo más probable sigue siendo que un mejor desempeño de la economía estadounidense implique un mayor impulso externo y un escenario más favorable a mediano plazo.

En el ámbito local, un riesgo es que el crecimiento de la actividad y de la demanda interna sea menor que el proyectado. Como se indicó, el debilitamiento de estas variables ha sido mayor que el previsto, coincidiendo con un deterioro generalizado de las expectativas. El escenario base considera que este deterioro se revertirá paulatinamente, lo que en parte justifica el crecimiento previsto del consumo y la inversión en 2015. Sin embargo, de no revertirse esta tendencia, es probable que se observe un ajuste más rápido y más intenso en el mercado del trabajo, con el consecuente efecto negativo en el consumo y la actividad. Asimismo, un empeoramiento de las expectativas empresariales podría agudizar el ajuste de la inversión.

Un escenario como el descrito podría generar también un rebalanceo más intenso hacia el sector transable mitigando en parte el menor crecimiento interno. Por otro lado, si bien un escenario de mayor debilidad interna podría ampliar las holguras de capacidad y derivar en menores presiones inflacionarias, tampoco se puede descartar que los efectos cambiarios que provoque compensen su efecto en los precios, al menos temporalmente, retrasando, así, la convergencia de la inflación.

Permítanme unas reflexiones finales.

Reflexiones finales

La actividad y la demanda interna han mostrado una debilidad mayor y más persistente que lo previsto hace unos meses. A la mayor caída de la inversión se sumó una desaceleración más marcada del consumo privado, lo que llevó a reducir la proyección de crecimiento para este año por debajo del rango anticipado en junio. La inflación anual, en cambio, ha ido en línea con lo esperado y sigue proyectándose que su alto nivel actual será transitorio. El Banco ha recortado la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base desde junio, ubicándola en 3,5 por ciento, y ha seguido comunicando que evaluará la introducción de recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

Sin duda que los resultados y proyecciones que hoy presentamos revelan un débil desempeño de la economía chilena. La corrección que vemos en las proyecciones de actividad son significativas y responden a la conjunción de factores externos e internos, algunos de ellos los habíamos anticipado, otros han sido inesperados. Dentro de estos últimos, es evidente que el deterioro generalizado de las expectativas del sector privado juega un rol relevante. Cuál es la magnitud de ese rol es difícil de determinar, pero no cabe duda que tiene importancia en particular en lo relacionado con las proyecciones.

La política monetaria ha jugado y seguirá jugando su rol, agregando mayor impulso, pero no es posible esperar que su sola presencia resuelva todos los problemas que enfrenta nuestra economía. Como indiqué, el crecimiento de mediano plazo que hoy vemos como más probable es menor al que creíamos hace un tiempo. Factores como la menor inversión prevista, el descenso en la productividad, aspectos demográficos y la convergencia a mayores niveles de ingreso per cápita explican este cambio. Como también mencioné, hay factores estructurales que podemos potenciar para sostener un mayor crecimiento a mediano plazo del país.

En los últimos treinta años Chile ha tenido un avance enorme. Los índices de pobreza han bajado de forma significativa y las condiciones en las que vivimos han mejorado notablemente. La clave de nuestro éxito ha sido avanzar sobre una base sólida, que hemos construido con esfuerzo, con la ayuda de todos y cada uno de las chilenas y chilenos.

Pero sin duda queda mucho por hacer. Junto con el desarrollo de estas últimas tres décadas también se mantienen inequidades que no hemos resuelto como sociedad. De alguna forma, esto representa uno de los problemas que se derivan de nuestro propio éxito. La sociedad, y en particular la creciente clase media, demanda mayor cantidad y calidad de servicios, y mayores oportunidades. Son demandas en su mayoría legítimas, que deben ser satisfechas, con políticas que eviten perder lo que hemos ganado y entramparnos en una situación sin progreso. Esto es lo que en la literatura se llama la “trampa del ingreso medio”.

Soy un optimista, y creo que nuestro país tiene las instituciones para salir airoso de este paso. A lo largo de los años hemos hecho reformas, entre todos, que son profundas y duraderas. De hecho nuestro país es reconocido en el mundo, precisamente, por la solidez de sus instituciones. La capacidad que muestran nuestros dirigentes en alcanzar acuerdos es una muestra de esa fortaleza y, por ello, hemos valorado el acuerdo impulsado por el Ministro de Hacienda, representantes del Parlamento y líderes políticos en torno a la reforma tributaria.

La pregunta que debemos hacernos, más allá de las posiciones personales de cada uno, es cómo avanzaremos todos juntos hacia un mejor país. Es natural que haya discrepancias con respecto a las razones de la desaceleración. Estimamos, no obstante, que hoy lo más productivo es dedicar nuestro tiempo a pensar en cómo reactivar la economía y, más importante, en cómo hacerla crecer más en el mediano y largo plazo.

Cuidado también con los excesos de optimismo o pesimismo. Cuando las cosas van bien creemos que no tenemos límite y que somos casi perfectos. Si, por el contrario, las cosas andan mal, nos baja un sentimiento de pesimismo tal que pareciera no tenemos solución. Ni

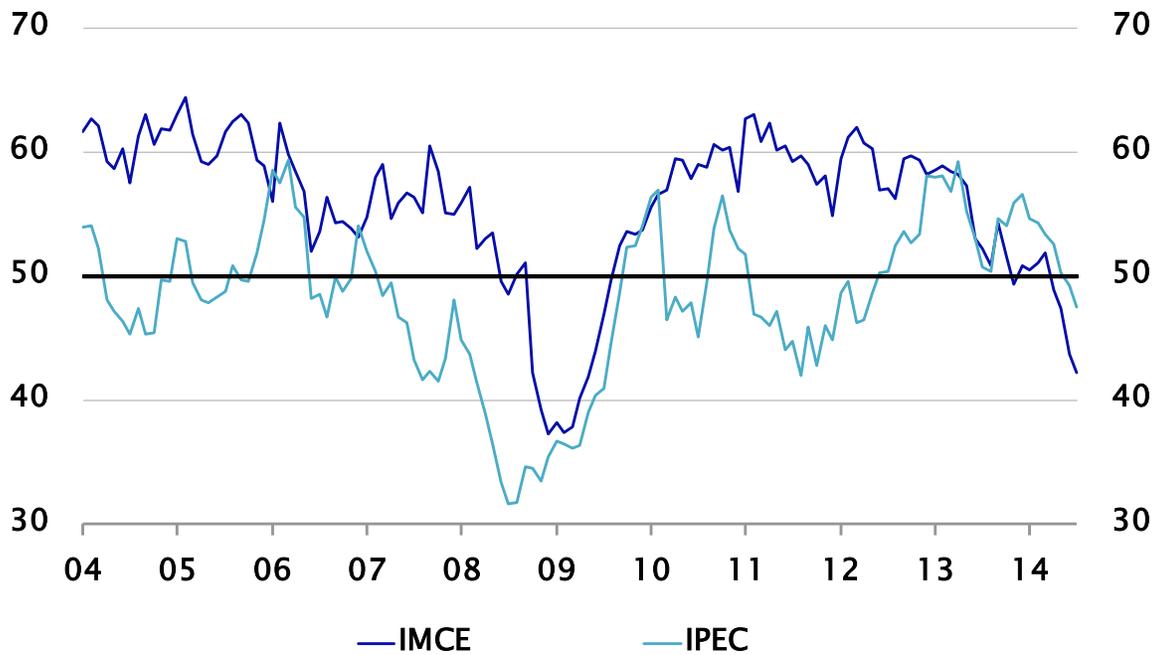
lo uno ni lo otro. El país que hemos construido, aunque no es perfecto, es un ejemplo entre las economías emergentes. Sin duda que hay mucho que hacer, pero no subestimemos los logros alcanzados.

No solucionaremos nuestros problemas basados en la desconfianza. Lo haremos basados en el trabajo codo a codo que tantos frutos nos ha dado como sociedad. Más allá de los factores cíclicos, donde hay elementos que escapan a nuestro control, el alcanzar etapas mayores de desarrollo, entendido en un sentido amplio, depende de nosotros. Entre los varios desafíos que destacan numerosos estudios están los de reducir el costo de la energía, el mejoramiento de la infraestructura y lograr una educación de calidad. El objetivo no solo es un mayor crecimiento, sino que también sea más inclusivo.

Nosotros, como Banco Central, reafirmamos nuestro compromiso con el logro de la estabilidad de precios, indicando que haremos todo lo necesario para que la inflación que proyectamos en el horizonte de política esté alineada con la meta de 3 por ciento. Como ya hemos mencionado en muchas ocasiones, esa es la principal contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo y bienestar del país. Sin un buen marco macroeconómico es difícil el desarrollo en otras áreas. En esta estabilidad macroeconómica el Banco Central tiene, por supuesto, un rol clave.

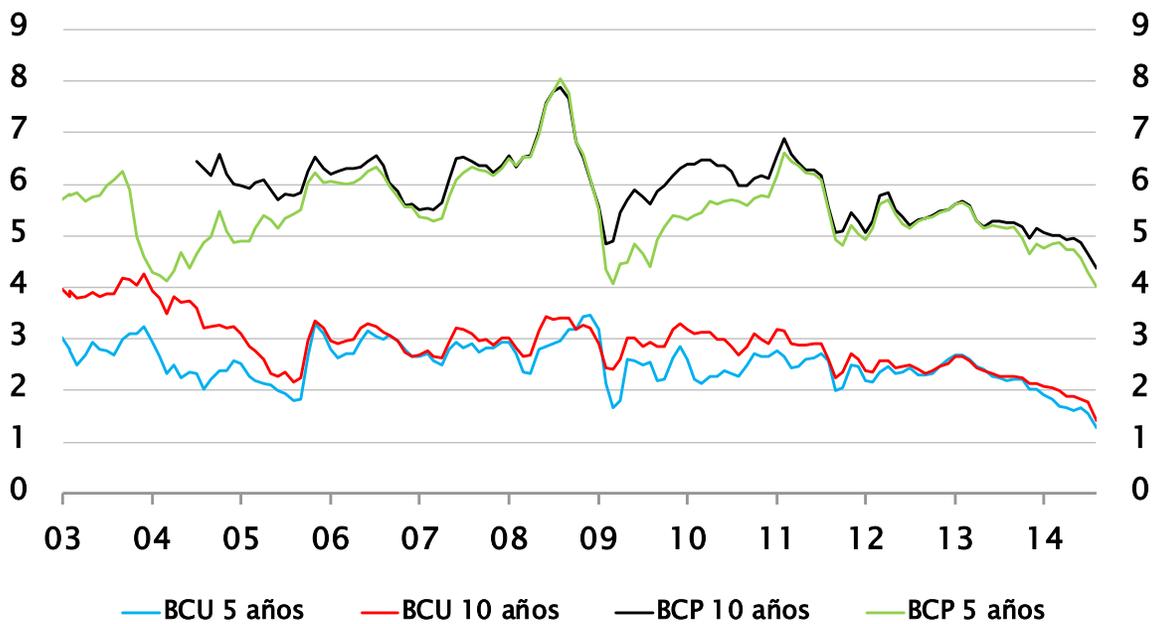
Muchas gracias.

Gráfico 1
Percepción de empresarios y consumidores (*)
 (índice, pivote=50)



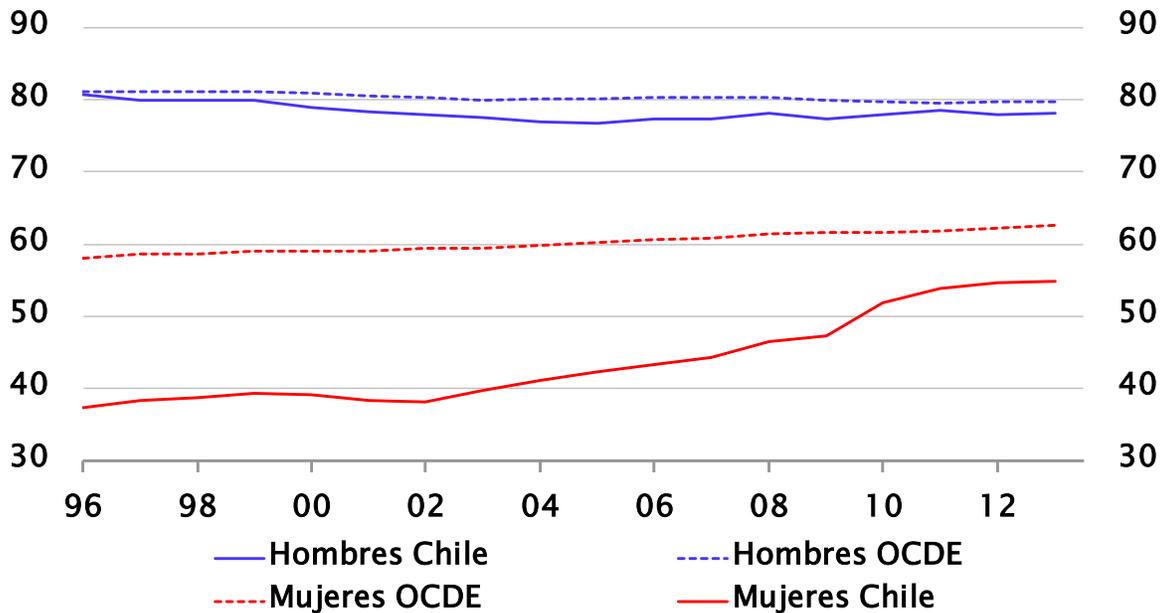
(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
 Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 2
Tasas de interés de largo plazo
 (instrumentos del Banco Central de Chile, porcentaje)



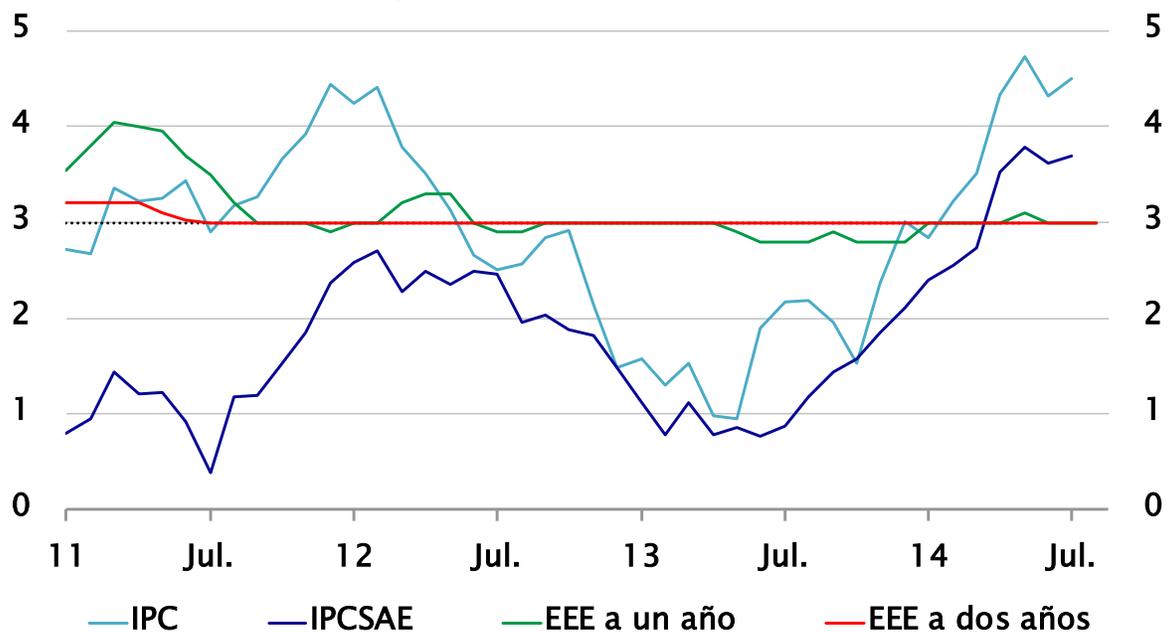
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3
Tasa de participación femenina en el mercado laboral
 (porcentaje)



Fuente: OCDE.

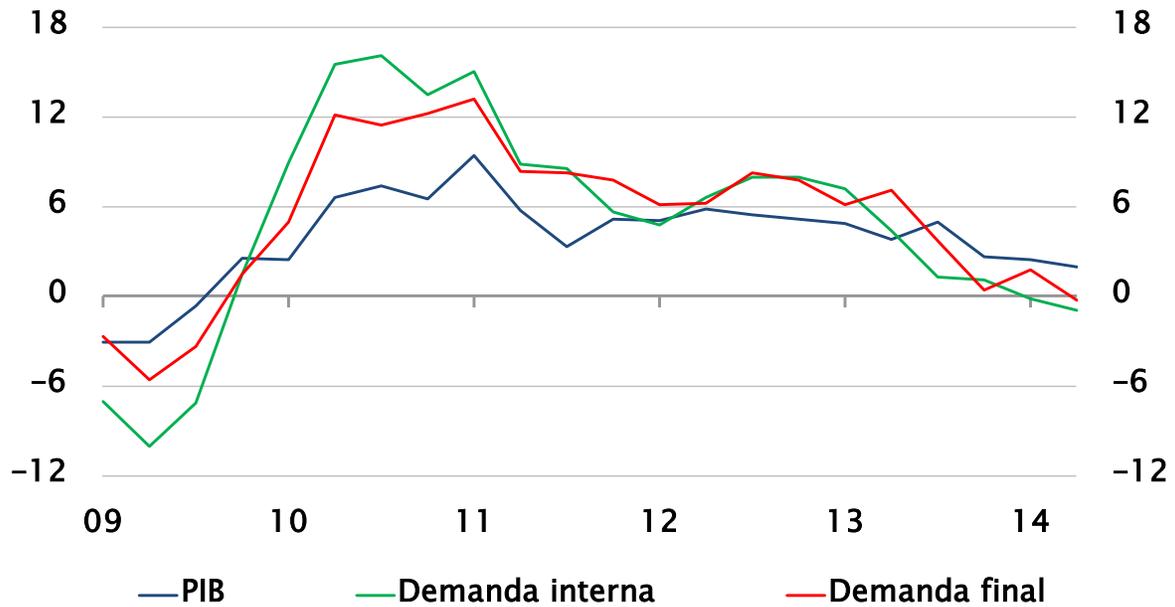
Gráfico 4
Indicadores de inflación (*)
 (variación anual, porcentaje)



(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

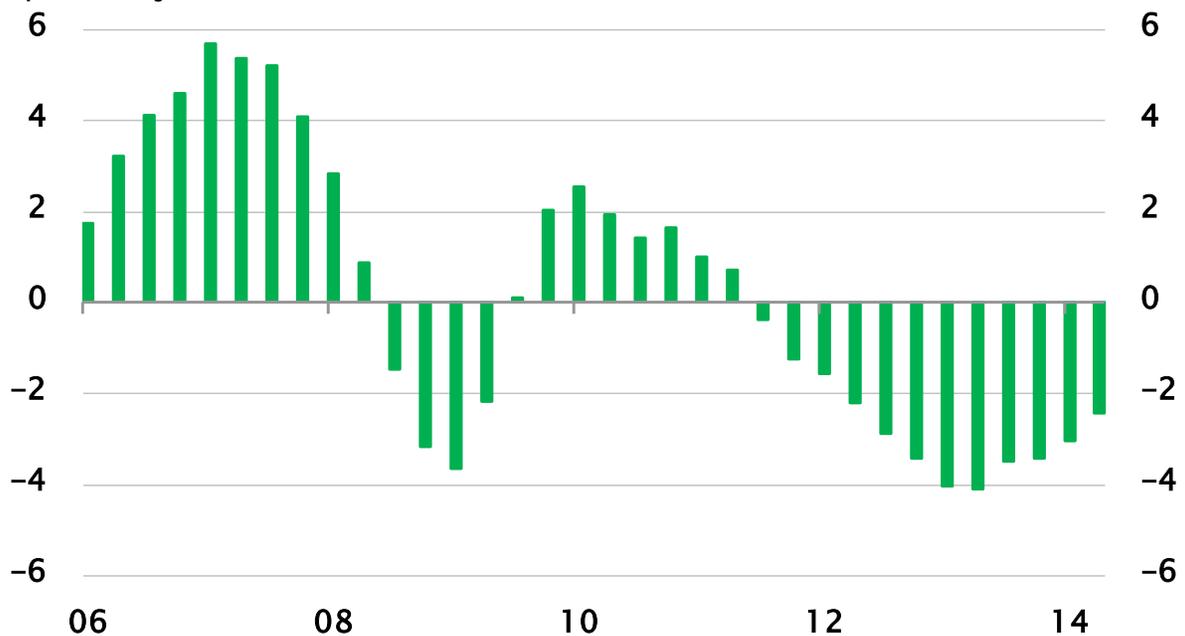
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5
PIB y demanda interna
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

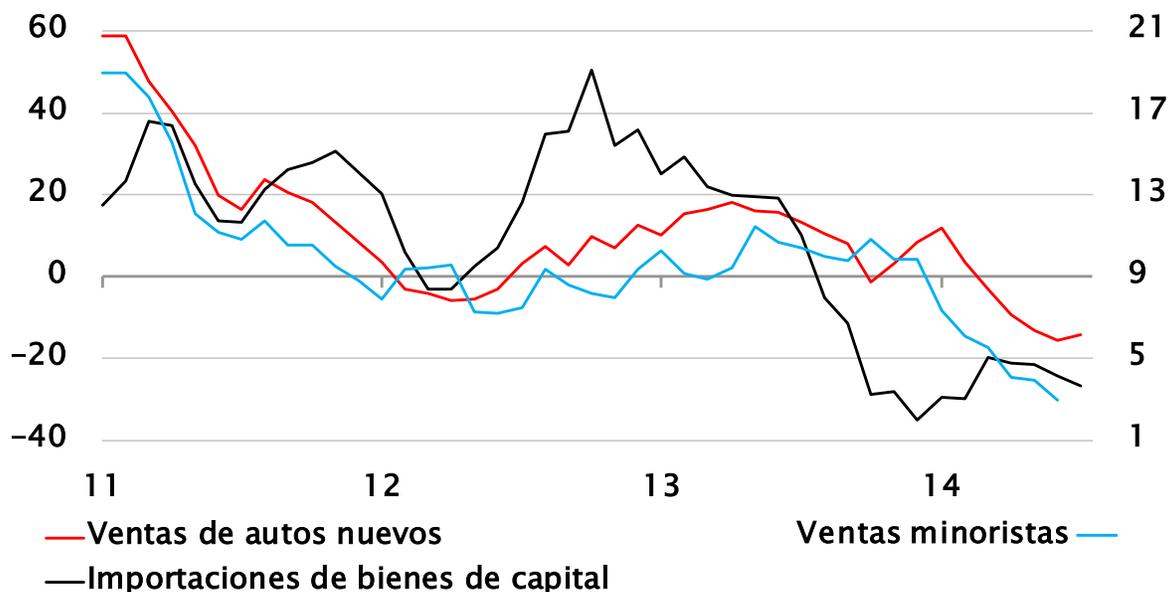
Gráfico 6
Cuenta corriente (*)
 (porcentaje del PIB)



(*) Acumulado en un año móvil

Fuente: Banco Central de Chile.

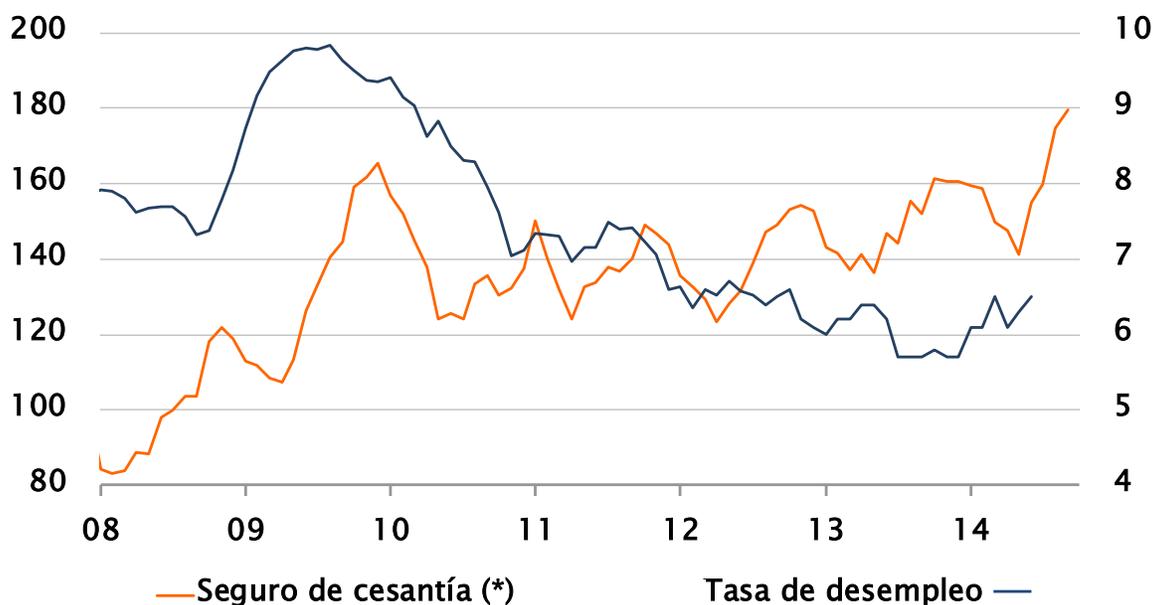
Gráfico 7
Indicadores de demanda (*)
 (variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 8
Indicadores del mercado laboral
 (miles de personas, porcentaje)



(*) Corresponde al promedio móvil trimestral de personas que solicitaron y recibieron pago por el seguro de cesantía. Esta serie se encuentra adelantada en 4 meses.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile.

Tabla 1
Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (f)			2015 (f)			2016 (f)
		IPoM Mar. 14	IPoM Jun. 14	IPoM Sept. 14	IPoM Mar. 14	IPoM Jun. 14	IPoM Sept. 14	IPoM Sept. 14
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)						
PIB socios comerciales	3,5	3,7	3,6	3,4	3,9	3,9	3,8	3,9
PIB mundial a PPC	3,1	3,5	3,3	3,2	3,8	3,7	3,7	4,4
Estados Unidos	2,2	2,7	2,4	2,1	2,9	3,1	3,0	3,2
Eurozona	-0,4	1,2	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,8
Japón	1,5	1,5	1,6	1,0	1,1	1,0	1,5	1,2
China	7,7	7,3	7,3	7,3	7,2	7,2	7,2	7,0
India	4,4	5,4	5,4	5,4	6,3	6,2	6,2	6,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	4,1	4,1	4,0	4,5	4,4	4,5	4,8
América Latina (excl. Chile)	2,6	2,3	2,0	1,7	3,4	3,0	2,6	3,3
		(en niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	300	310	315	285	290	305	300
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	109	106	108	106	101	103	104	101
		(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	-3,2	-0,9	-0,5	0,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,5

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Bloomberg, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

Tabla 2
Escenario interno
(variación anual, porcentaje)

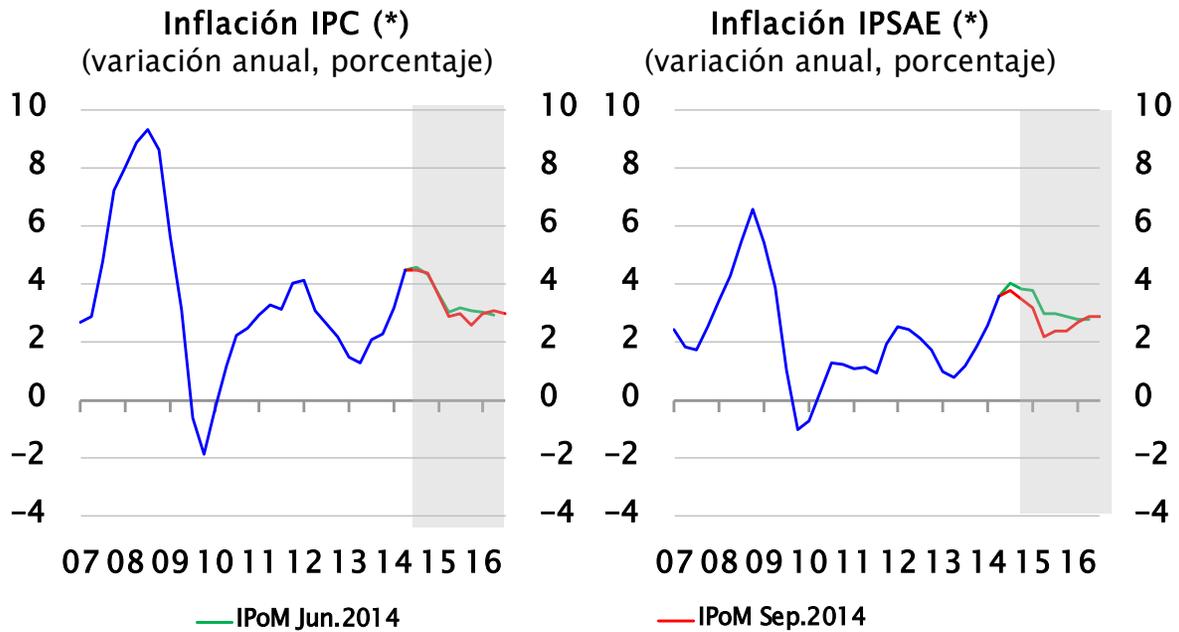
	2012	2013 (e)		2014 (f)			2015 (f)
		IPoM Jun.14	IPoM Sep.14	IPoM Mar.14	IPoM Jun.14	IPoM Sep.14	IPoM Sep.14
PIB	5,4	4,1	4,1	3,0-4,0	2,5-3,5	1,75-2,25	3,0-4,0
Demanda interna	6,9	3,4	3,4	3,3	1,7	0,1	3,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	7,1	4,2	4,2	3,3	2,4	1,0	3,2
Formación bruta de capital fijo	12,2	0,4	0,4	0,8	-0,7	-4,1	1,8
Consumo total	5,6	5,4	5,4	4,1	3,4	2,6	3,6
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	4,3	4,3	3,2	3,2	2,4	3,8
Importaciones de bienes y servicios	5,0	2,2	2,2	2,4	-1,1	-3,9	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-3,4	-3,4	-3,6	-2,5	-1,8	-2,2
Ahorro nacional bruto(% PIB)	21,7	20,5	20,5	19,5	19,9	19,8	19,7
IPC diciembre	1,5	3,0	3,0	3,0	4,0	4,1	2,8
IPCSAE diciembre	1,5	2,1	2,1	2,8	3,7	3,4	2,5

(e) Estimación.

(f) Proyección.

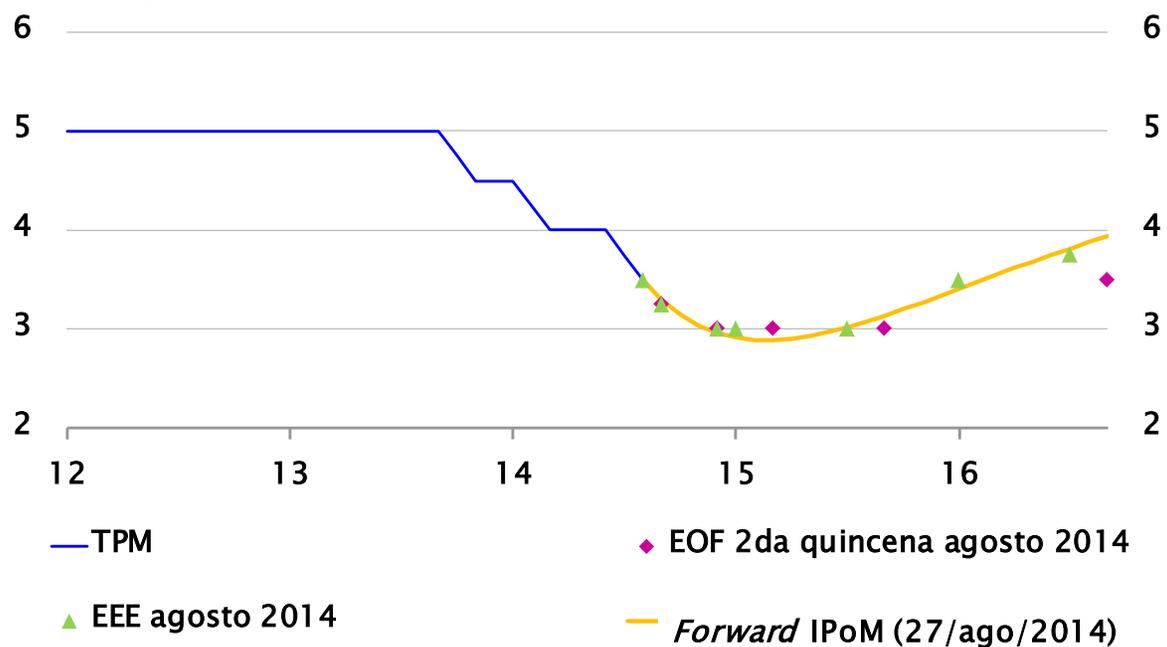
Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 9



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2014, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 10
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.