

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

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
13 de mayo de 2009

Introducción

Sra. Presidenta de la Comisión de Hacienda, senadora Evelyn Matthei, señores senadores integrantes de esta comisión y senadores presentes.

Agradezco la invitación extendida al Consejo del Banco Central de Chile para presentar nuestra visión de los desarrollos macroeconómicos recientes, de sus perspectivas y sus implicancias para la política monetaria contenidas en detalle en el *Informe de Política Monetaria* correspondiente a mayo del 2009.

Cuando en enero de este año iniciamos la presentación de nuestro *Informe de Política Monetaria* (IPoM) ante esta comisión señalamos que nos encontrábamos en medio de la peor crisis económica-financiera mundial de la que se había tenido registro en varias décadas. Hoy, cuatro meses después, podemos decir que la situación ha empeorado.

El mundo enfrenta una severa recesión. En el 2009 el nivel de producción global caerá por primera vez en más de sesenta años y el comercio mundial tendrá una reducción inédita. Desde la Gran Depresión que no se observaba una crisis de las proporciones por la que el mundo atraviesa hoy. Aún quedan importantes desafíos por enfrentar, pero en las últimas semanas hemos comenzado a ver algunas luces, tenues, que sugieren que la situación en el mundo desarrollado podría estar estabilizándose. Las lecciones aprendidas desde la Gran Depresión y el compromiso de las autoridades de todo el mundo de evitar una repetición de la miseria que esa crisis causó, han impedido que los efectos de la situación actual sean más graves.

Un aspecto inédito de esta crisis ha sido la significativa sincronía entre países. El terremoto financiero que se produjo en los mercados desarrollados en septiembre y octubre del año pasado y lo que ello provocó sobre los mercados financieros de todas las economías, sobre las perspectivas de la actividad mundial, sobre los ingresos y la riqueza, por mencionar solo algunas variables, llevó a un fuerte deterioro de las expectativas que se transmitió con fuerza a través de todo el mundo.

La economía chilena no ha estado ajena a este fenómeno. Tal como dijimos desde el inicio de la crisis, nuestra economía no era ni podía ser inmune. Así lo muestran las cifras más

recientes y las perspectivas que contiene este *Informe de Política Monetaria*. Los canales y mecanismos a través de los cuales la crisis se transmite a nuestra economía son variados, y el grave *shock* internacional que recibimos en el cuarto trimestre del año pasado ha tenido serias repercusiones internas, mayores que las que preveíamos en enero.

La pregunta que surge de forma natural es ¿por qué, en nuestra economía, este impacto fue significativo? Desafortunadamente, no hay una respuesta única y solo el tiempo y la acumulación de información nos permitirán tener mayor certeza al respecto. Por ahora, la observación de los datos indica que uno de los factores más relevantes, tanto en la caída de la demanda interna como en el comercio mundial, ha sido la crisis de confianza global, entendida como el deterioro de las expectativas y el aumento de la incertidumbre en todo el mundo. Ello sin dejar de lado el impacto del estrechamiento de las condiciones financieras que se vivió con especial agudeza en septiembre y octubre del 2008.

Lo generalizado y repentino del derrumbe de la demanda entre países de características muy heterogéneas demuestra lo difícil que resulta la diferenciación para evitar el impacto instantáneo de una crisis tan aguda. Este derrumbe no hizo distinciones sobre las fortalezas o debilidades de las economías. Casi el noventa por ciento de los países tuvo una caída del PIB en el último trimestre del año pasado (Gráfico 1). No obstante, las políticas macroeconómicas pueden construir una base sólida, a partir de la cual resistir los embates del deterioro externo y generar impulsos contracíclicos que los mitiguen, abriendo, de este modo, espacios para una recuperación temprana y sostenida.

Hace algunos años, era difícil pensar que una recesión mundial de la magnitud de la actual no se transformaría para nuestro país, y las economías en desarrollo en general, en una recesión aun mayor. Hoy, eso no ha ocurrido. Los efectos de la crisis en Chile han sido mitigados gracias a los esfuerzos de política y a nuestras propias fortalezas como país.

Vendrá una larga discusión y análisis de las lecciones de la actual crisis. En nuestro caso, hoy nos beneficiamos de las duras lecciones que nos dejó la severa crisis financiera y real de 1982-1983. Con cautela y rigurosidad, Chile ha ido construyendo a través de los años una institucionalidad macroeconómica y financiera que, aunque no nos aísla de lo que sucede en el mundo, nos permite ajustarnos a las adversas condiciones externas con costos significativamente menores que los que hubiéramos incurrido en el pasado. Por ello, tal como también lo hemos afirmado desde que se desató con mayor fuerza esta crisis, Chile nunca ha estado mejor preparado para enfrentar un fenómeno como el que estamos viviendo. Así lo muestra el inédito esfuerzo contracíclico de las políticas macroeconómicas, impulsado en el contexto de un sistema financiero sólido y estable.

De hecho, respecto de octubre del año pasado, y comparado con el resto del mundo, el relajamiento de la política monetaria en Chile ha sido uno de los mayores, y nuestra Tasa de Política Monetaria (TPM) ha alcanzado su mínimo histórico (Gráfico 2). Esta política monetaria expansiva se ha implementado en el contexto de un esquema de metas de inflación creíble, que asegura su efectividad enfrentada a *shocks* de la magnitud de los actuales.

La inflación en Chile fue una de las que más se aceleró entre comienzos del 2007 y octubre del 2008, lapso en que las materias primas alcanzaron elevados precios. Asimismo, la inflación chilena ha sido una de las que más rápido ha caído (Gráfico 3). Esto revela algo que señalamos enfáticamente durante el 2008: que el origen de nuestro problema inflacionario era eminentemente externo, pero que era tarea de la política monetaria contener su propagación excesiva hacia otros precios y expectativas (Gráfico 4). Gracias a ese accionar hemos podido bajar agresivamente la TPM, sin afectar con ello nuestro compromiso con la estabilidad de precios.

Una política con menos credibilidad sería incapaz de alcanzar los niveles de expansividad que hoy experimentamos, pues no se transmitiría a la estructura de tasas o a las tasas de mercado. En el pasado, la expansividad estaba limitada por los temores a la inestabilidad financiera y macroeconómica. Dados los fundamentos de la economía chilena, hoy, dichas limitaciones no existen.

Si bien nadie pudo escapar del impacto del colapso financiero de fines del año pasado sobre la economía real, la capacidad de recuperación de cada economía estará determinada en gran medida por sus propias fortalezas. Así lo demuestran tanto las proyecciones recientes de organismos internacionales y agencias privadas como la evidencia discutida en este *Informe*. Chile debiera ser de las primeras economías en beneficiarse de los efectos de las políticas expansivas y avanzar en una recuperación más temprana y sostenida. Así, ya en el segundo semestre de este año nuestra economía debiera estar expandiéndose a tasas cercanas a su crecimiento de tendencia.

Canales de transmisión de la crisis internacional a la economía nacional

Pasaré ahora a revisar los distintos canales a través de los cuales la crisis internacional nos ha afectado, lo que da el contexto necesario para explicar nuestras decisiones de política y las perspectivas de nuestra economía contenidas en este *Informe de Política Monetaria*.

La difícil coyuntura internacional ha llevado, por un lado, a una caída importante en la demanda mundial por nuestras exportaciones. Las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales de Chile para el bienio 2009-2010 pasaron desde un promedio de 1,6 por ciento en enero a 0,3 por ciento en el escenario base de este IPoM, lo que ha tenido un impacto en los precios de los productos que nuestro país vende al mundo.

Los términos de intercambio, como ya se había anticipado en enero, han descendido con fuerza y se está verificando un impacto sobre el ingreso disponible nacional. En todo caso, la caída en los precios de los productos básicos ha tenido un efecto positivo inmediato en el ingreso de las familias, en particular por el menor precio de los combustibles y otros bienes importados.

Aunque algunos sectores específicos están enfrentando problemas para colocar sus productos en el exterior, el volumen de las exportaciones chilenas, que corresponden de manera importante a productos ligados a recursos naturales, no muestra por ahora una caída significativa. Ello es un reflejo de que el ajuste de sus precios les ha permitido seguir colocándose en los mercados internacionales. Esto dista de lo ocurrido con las

exportaciones de países productores de bienes manufacturados, cuyos mercados, en algunos casos, han exhibido una reducción abrupta, severa y generalizada. Se puede apreciar que el impacto en términos de menor crecimiento durante el cuarto trimestre del año pasado fue muy superior en aquellas economías que tienen una canasta exportadora concentrada en bienes durables (Gráfico 5).

Otro canal de transmisión de la crisis global ha sido el efecto en los mercados financieros internos del deterioro de las condiciones financieras en las economías desarrolladas y el aumento de la percepción de riesgo global. Pese al menor grado de tensión en los últimos meses, el escenario financiero internacional sigue siendo un factor de preocupación. Las condiciones que enfrentan los bancos y empresas chilenas para acceder a crédito en el exterior son más favorables que para otras economías emergentes, y no se ha producido una detención en el flujo de financiamiento externo. Además, el mercado de bonos locales ha tomado un importante impulso.

Las necesidades de financiamiento externo que enfrenta Chile han sido resueltas sin mayor dificultad y el descenso del déficit de la cuenta corriente ha reducido los requerimientos futuros. La ausencia de tensiones en este ámbito se refleja en la evolución del riesgo soberano chileno, en la mejora en la clasificación crediticia del país que se aplicó hace unos meses y en las tasas de interés en moneda extranjera del mercado local.

Más allá de todo lo anterior, el cambio en la percepción de riesgo y las condiciones financieras globales provocaron un estrechamiento de las condiciones financieras internas, que ha sido compensado por las medidas de política monetaria y provisión de liquidez. La reducción de las tasas de interés aplicadas por los bancos ha sido evidente, lo que se aprecia en que las tasas de los créditos de consumo y comerciales se encuentran cientos de puntos base por debajo de sus máximos de fines del 2008. Las tasas de los créditos para la vivienda, aunque también se han reducido, lo han hecho en una magnitud algo menor (Gráfico 6).

Con todo, el nivel de las tasas de mercado es mayor al que habría en situaciones normales dado el impulso monetario, por cuanto también están afectadas por la evaluación del riesgo de las operaciones y, en la actual coyuntura, se está asignando una mayor prima a los sectores más expuestos al deterioro de la economía. Además, el crédito se ha desacelerado y, aunque con una menor restrictividad en el margen, la Encuesta sobre Condiciones Financieras de marzo, así como diversos antecedentes, dan cuenta tanto de la mantención de elevadas exigencias para el otorgamiento de crédito por parte de los bancos como de una menor demanda de los consumidores.

Escenario macroeconómico

Un corolario del cambio en el escenario macroeconómico global ha sido el significativo deterioro de las expectativas e incremento de la incertidumbre sobre el desenvolvimiento futuro de la economía mundial. Las perspectivas de ingresos para empresas y hogares se han vuelto más inciertas, a la vez que la resolución a los problemas en los mercados financieros internacionales podría haber avanzado más rápidamente para despejar el panorama acerca de la real solvencia de diversas instituciones financieras globales.

Estos factores naturalmente han elevado el riesgo inherente a las actividades y la toma de decisiones económicas, contribuyendo a una abrupta reducción del gasto a fines del 2008 y a la revisión de los planes de consumo, inversión y producción a nivel global. Es posible que este factor explique una parte significativa de la caída en el nivel de la demanda interna en Chile, la que supera largamente lo que ha sucedido con el PIB, y que no se puede explicar en su totalidad a partir de la evolución de las variables macroeconómicas que se analizan habitualmente. Ello es particularmente visible en los componentes más sensibles al ciclo y a las expectativas, como el consumo durable, las existencias y la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo. La evolución de los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios —IPEC e IMCE—, aunque han tenido en lo más reciente un cierto repunte, muestran niveles por debajo de los observados en meses previos a la crisis (Gráfico 7).

La caída de la demanda interna también responde, aunque en menor medida, a un componente de ajuste cíclico. Hasta el tercer trimestre del 2008, la demanda interna creció a tasas anuales por sobre 10 por ciento por varios trimestres (Gráfico 8), especialmente impulsada por la inversión y el consumo durable. La actividad, en cambio, mostraba tasas de crecimiento claramente inferiores, puesto que una parte relevante de la demanda se desviaba hacia bienes importados. El agravamiento de la crisis financiera en los mercados desarrollados aceleró y profundizó este ajuste cíclico. La menor demanda interna se ha materializado especialmente en una caída de las importaciones, acotando la ampliación del déficit en cuenta corriente proyectado para este año.

De este modo, el impulso de la economía mundial y la respuesta de la demanda interna al deterioro de las expectativas y la incertidumbre reinante serán negativos durante este año, lo que se verá compensado en parte por la expansividad de las políticas monetaria y fiscal. Debido al vínculo entre las perspectivas para nuestra economía y su entorno externo, es clave para la evaluación de la marcha de la economía nacional el juicio que se haga respecto del ritmo de expansión global.

Las señales que se observan de los mercados financieros desarrollados y en los precios de las materias primas, en particular el cobre, sugieren que el deterioro de la actividad mundial se estaría deteniendo. Sin embargo, las perspectivas de expansión para las principales zonas económicas industrializadas para lo que resta de este año y el 2010 son magras. Ello se ve en parte aminorado por el crecimiento esperado para las economías emergentes. Este es mayor que para el mundo desarrollado, gracias a la normalización de los flujos financieros, los mayores niveles de apetito por riesgo por parte de los inversionistas y la mayor demanda por productos básicos. Asia emergente tendría en particular un rápido repunte, lo que ya comienza a avizorarse en algunas cifras de comercio exterior, producción industrial e indicadores de confianza en dicha zona. Todo esto empujará la actividad global hasta una expansión de 2,1 por ciento en el 2010, luego de caer 1,2 por ciento este año (Tabla 1).

En la medida en que el escenario de crecimiento mundial mencionado se asiente, los grados de incertidumbre debieran disiparse gradualmente, lo que junto con la dinámica de las expansiones monetaria y fiscal, debiese permitir un incremento gradual en la demanda interna y en la actividad en Chile. Así, aunque en el primer trimestre del año el nivel de

actividad cayó con menor fuerza que a fines del 2008, su recuperación debería comenzar a apreciarse con mayor nitidez a partir del trimestre en curso. El efecto de arrastre de los bajos niveles de actividad, consumo e inversión de fines del 2008, hace prever que la economía mantendrá tasas de variación anual negativas al menos durante todo este trimestre, aun cuando, comparada con el trimestre anterior, el nivel de la actividad ya se esté recuperando.

En el curso de la segunda mitad del 2009 y durante todo el 2010, el crecimiento anual de la actividad retomará valores positivos, más cercanos a su crecimiento de tendencia, acordes con el elevado impulso monetario y fiscal, y la solidez de los fundamentos de la economía chilena. De este modo, para el 2009 en su conjunto, el crecimiento anual del PIB se ubicará en un rango entre -0,75 y 0,25 por ciento, mientras que la demanda interna caerá 4,7 por ciento anual. Por lo anterior, el escenario base considera que el déficit de la cuenta corriente será de 1,8 por ciento del PIB en el año, bastante menos que lo previsto en enero (Tabla 2).

El mercado laboral ya está dando cuenta del deterioro del escenario macroeconómico. El empleo, descontando su estacionalidad habitual, ha mostrado descensos en los últimos meses y la tasa de desempleo ha comenzado a aumentar. Considerada la relación habitual entre la brecha de actividad y el empleo, es probable que la situación del mercado laboral siga deteriorándose en los meses venideros, con aumentos del desempleo, aun cuando la economía pueda haber comenzado a recuperarse. Con todo, la implementación del Acuerdo Nacional por el Empleo, anunciado recientemente por el Gobierno, podría mitigar parte del alza en el desempleo.

El incremento de las holguras de capacidad ha tenido efectos relevantes en las presiones inflacionarias y las perspectivas de inflación en la gran mayoría de las economías. Un amplio número de países, entre ellos Chile, ha visto un rápido descenso de la inflación a partir de los últimos meses del año pasado. Ello, en buena parte, por la caída de los precios de los productos básicos, especialmente del petróleo y sus derivados. Así, la variación anual del IPC se redujo desde el máximo de 9,9 por ciento al que llegó en octubre del 2008 a 4,5 por ciento en abril. La mayor parte de las medidas de expectativas de inflación dan cuenta de una disminución durante los últimos meses, lo que es especialmente visible en el corto plazo (Gráfico 9).

El escenario base de este IPoM contempla que la inflación anual seguirá descendiendo en los próximos meses, y mostrará vaivenes importantes entre fines de este año y comienzos del próximo. Ello, por los cambios en la base de comparación que suponen los elevados registros de inflación entre mayo y octubre del 2008 y las inflaciones negativas que se acumularon entre noviembre y febrero recién pasados (Gráfico 10). De esta forma, en el escenario base, la inflación anual del IPC alcanzará valores negativos entre fines del tercer trimestre y comienzos del último cuarto del año, cerrando en 0,6 por ciento el 2009. Luego aumentará gradualmente, para alcanzar a 3 por ciento a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2011. La tasa de variación anual de los indicadores subyacentes también ha descendido, tendencia que se mantendrá hasta el primer semestre del 2010, momento a partir del cual comenzarán a subir paulatinamente, para, en el escenario base, también llegar a 3 por ciento a fines del horizonte de proyección (Tabla 3).

La trayectoria prevista para la inflación descansa en varios supuestos. Por un lado, los costos importados no representarán una fuente de presiones inflacionarias adicionales. El precio de los productos básicos tendrá aumentos leves en los próximos dos años, supuesto en línea con la lenta recuperación prevista para la economía mundial. En particular, en base a los precios implícitos en los contratos futuros de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el petróleo promediará precios de 52 y 64 dólares el barril este año y el siguiente, respectivamente (Tabla 4). El peso se ha apreciado respecto del cierre estadístico del IPoM de enero. Como supuesto metodológico, se considera que el tipo de cambio real (TCR) en el largo plazo se ubicará en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM (Gráfico 11).

Por otro lado, la variación anual de los costos laborales unitarios ha aumentado en los últimos trimestres, debido a los fuertes cambios en la productividad medida a partir de la trayectoria de la actividad y el empleo. El incremento de los salarios nominales, luego de alcanzar un máximo en torno a 8 por ciento anual, comenzó a descender. Esta dinámica sugiere un comportamiento acorde con las cláusulas habituales de indexación y el estado del ciclo. El escenario base supone que estos salarios tendrán reajustes en línea con el descenso de la inflación, las mayores holguras de capacidad y la dinámica del empleo.

Un aspecto central en la evolución del ciclo en Chile y las perspectivas de un crecimiento mayor en lo que queda de este año y durante el 2010 es el estímulo de las condiciones monetarias. El traspaso de las reducciones de la TPM a las tasas de colocación se ha dado bastante rápido, lo que implica condiciones financieras más holgadas para empresas y personas. Adicionalmente, la estructura de tasas de interés de los papeles del Banco Central da cuenta, en términos gruesos, de perspectivas de un cierre gradual de las holguras y un panorama para la inflación en torno a la meta.

En los momentos de elevada incertidumbre de fines del año pasado y principios de este año, los instrumentos de renta fija del Banco Central y la Tesorería jugaron un rol de refugio para inversionistas y personas, llevando a una significativa caída de sus tasas. Esto nos diferencia de lo que ocurre en otras economías con una situación financiera frágil, o incluso de lo que nos sucedía en el pasado, cuando un incremento en la incertidumbre global coincidía con un aumento de estas tasas. Ello responde a la solidez de nuestra economía y la solvencia de las cuentas fiscales. Este proceso probablemente se acentuó con las agresivas bajas de la TPM de principios de este año, y ha tendido a revertirse con los menores niveles de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Además, el buen funcionamiento de nuestro mercado de capitales ha provisto de adecuadas alternativas de financiamiento corporativo (Gráfico 12).

Un supuesto de trabajo clave para el escenario macroeconómico de este IPoM es que la trayectoria de la TPM es coherente con alcanzar una inflación de 3% en el horizonte habitual de proyección, en torno a dos años. En esta ocasión, el escenario base contempla que, en el corto plazo, la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009, luego del último recorte decidido en la Reunión de Política Monetaria de la semana pasada. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección la trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios (Gráfico 13).

Este escenario, como es habitual, refleja los eventos que se estiman tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico de este IPoM. Eventos distintos de los supuestos, como es lógico, redundarán en un escenario macroeconómico diferente del aquí delineado y, por tanto, trayectorias para la TPM que pueden diferir de lo anterior. En esta ocasión, el nivel de incertidumbre es claramente mayor que el habitual y, evaluadas las probabilidades de escenarios alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para el crecimiento está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está balanceado. Los principales riesgos se relacionan, nuevamente, con el complejo panorama económico global.

En las últimas semanas, se han comenzado a visualizar algunos signos de que la crisis en las economías desarrolladas podría estar estabilizándose, con repuntes en el margen en la producción industrial, las exportaciones y los indicadores de confianza en diversas economías, principalmente asiáticas. Es posible que estas señales sean solo una etapa más dentro de la volatilidad que los mercados han mostrado en los últimos trimestres y vuelvan a observarse situaciones de estrés que profundicen el deterioro de la ya delicada situación económica mundial. Por el contrario, si el repunte en los mercados bursátiles y la menor aversión al riesgo son indicaciones concretas de que la incertidumbre se está despejando, podría observarse un repunte más generalizado de la actividad y la demanda en el corto plazo a nivel global.

La concreción de algunos de estos riesgos tiene implicancias relevantes para el panorama económico nacional, en especial lo referido a la posibilidad de que las expectativas de los consumidores y de los empresarios tarden más de lo previsto en mejorar o que la economía se recupere rápidamente de su situación actual.

Además de los riesgos inherentes a la marcha de la economía en el corto plazo, destacan las dudas respecto de la efectividad de mediano plazo de las medidas tomadas para resolver la crisis internacional, las posibles acciones proteccionistas por parte de los gobiernos y la ocurrencia de una deflación en las economías desarrolladas que retarde las decisiones de consumo e inversión. Los desbalances globales continúan presentes, y además existe el riesgo de presiones inflacionarias globales elevadas en el mediano plazo si no se gestionan adecuadamente los ingentes estímulos fiscales y monetarios en el mundo desarrollado.

En el ámbito interno, no se puede descartar que, frente a menores grados de incertidumbre global, la magnitud del impulso macroeconómico actual, proveniente de la combinación de políticas monetaria y fiscal claramente expansivas, dé un empuje brusco a la actividad y a la demanda interna. Tampoco, que las medidas del Gobierno que han buscado facilitar el funcionamiento de los mercados crediticios, estimular la inversión y limitar el impacto en el mercado laboral del entorno cíclico, faciliten una respuesta más rápida de la economía a dicho estímulo macroeconómico y una rápida recuperación de las expectativas.

Consideraciones finales

Quiero finalizar mi exposición con algunas reflexiones en torno al momento económico por el que atravesamos y las perspectivas para nuestra economía. El deterioro de las

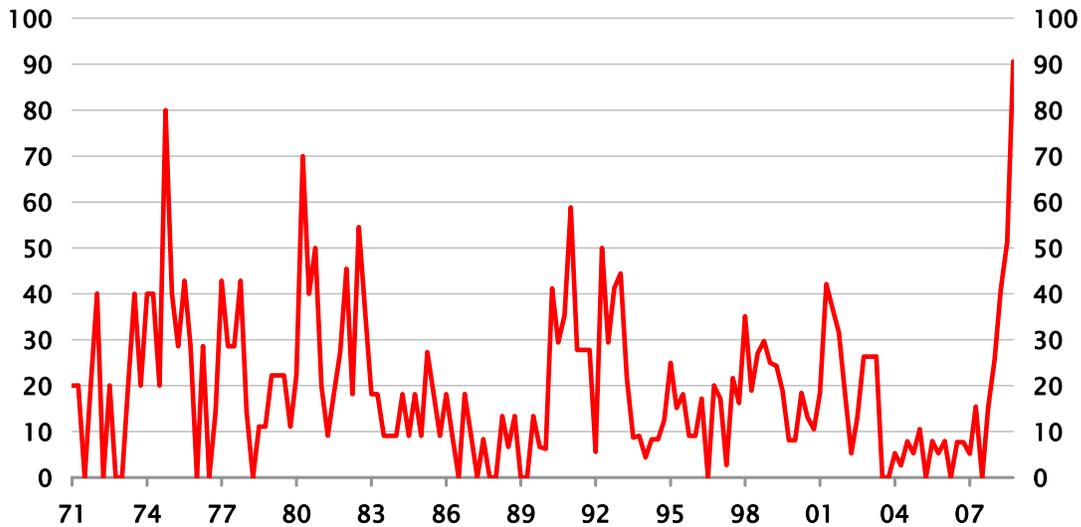
expectativas y el aumento de la incertidumbre a nivel global tienen un sustento en el cambio de las condiciones macroeconómicas. Sin embargo, en el caso de nuestro país está claro que esta situación tiene un límite, gracias a que la economía chilena es sana, con sólidos fundamentos macroeconómicos, y capaz de implementar y sostener políticas que mitiguen el impacto del escenario externo.

El sistema financiero nacional, a diferencia del de otros países, no ha sufrido dislocaciones que comprometan su solvencia. La inflación se ha reducido rápidamente y las expectativas de mediano plazo son coherentes con la meta. El Consejo ha reducido agresivamente la TPM, y no descarta que sea necesario reducirla nuevamente. Con ello reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política.

La peor parte de las turbulencias financieras pareciera estar quedando atrás, pero sus efectos sobre la actividad y el empleo seguirán sintiéndose por un tiempo más. La política monetaria continuará orientada a reducir estos efectos. Ella ha demostrado elevados grados de flexibilidad, siempre en coherencia con el cumplimiento de la meta de inflación. Si bien en períodos de tranquilidad es esperable un comportamiento gradualista de la política monetaria, enfrentados a escenarios extremos, como el actual, hay que actuar en forma proactiva, tal como lo hemos hecho. En todo caso, esta crisis mundial no durará para siempre, y estamos confiados en los sanos fundamentos de nuestra economía así como en la capacidad expansiva de los actuales, inéditos y significativos, estímulos macroeconómicos.

Muchas gracias

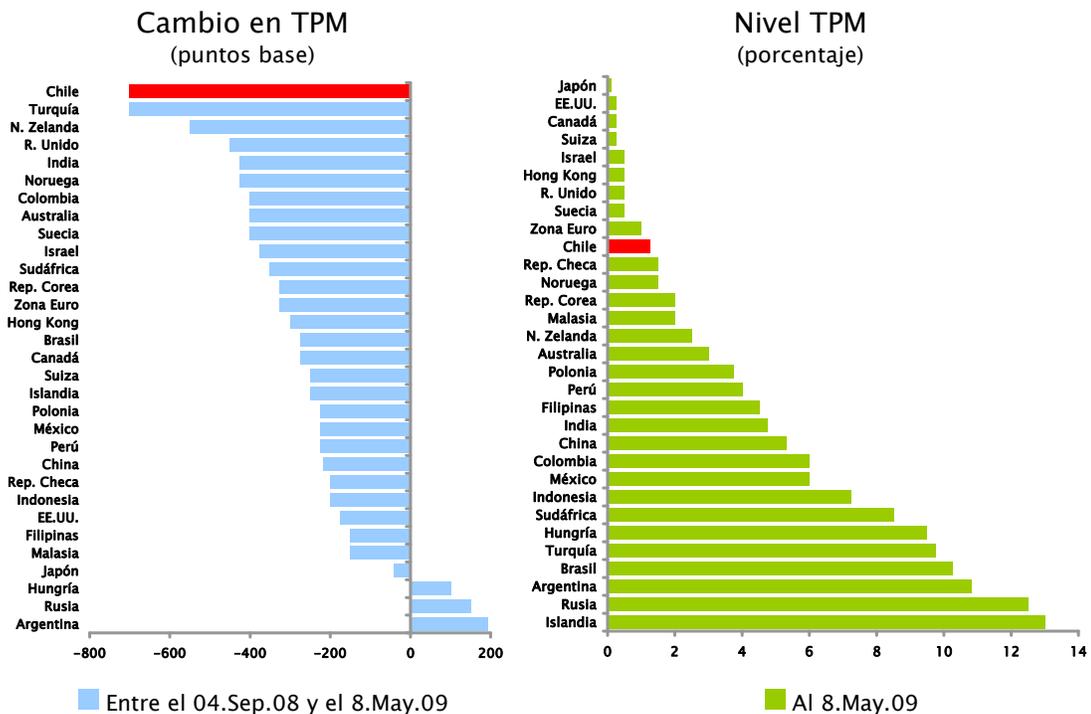
Gráfico 1
Países que registran caída en el PIB real en el cuarto trimestre del 2008 (*)
(porcentaje de la muestra total)



(*) Se considera el PIB trimestral anualizado para una muestra de 29 países desarrollados y emergentes.

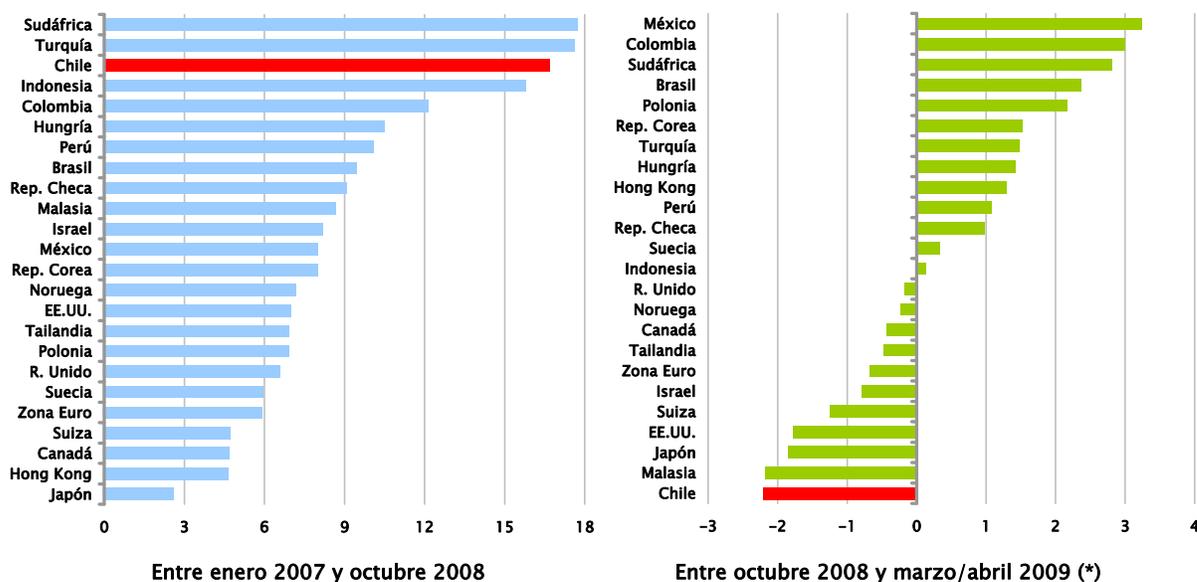
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2
Tasa de política monetaria (TPM)



Fuente: Bloomberg.

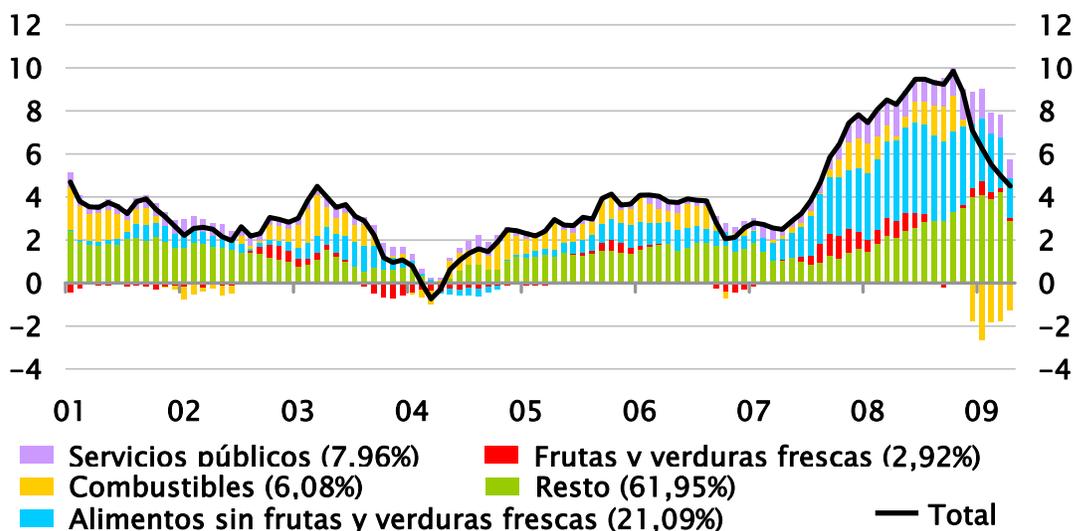
Gráfico 3
Variación acumulada del IPC
 (porcentaje)



(*) Corresponde a abril para Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, México, Perú, Suiza, Rep. Corea, Tailandia y Turquía.

Fuente: Oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.

Gráfico 4
Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
 (puntos porcentuales)

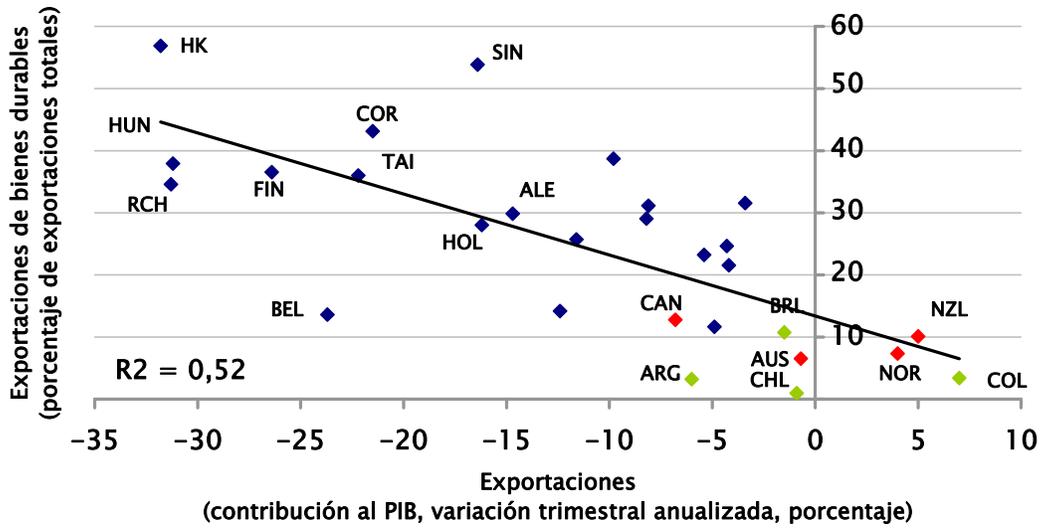


(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC de diciembre 2008. Previo a esa fecha, se construye con los ponderadores de la canasta de diciembre 1998.

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

Gráfico 5

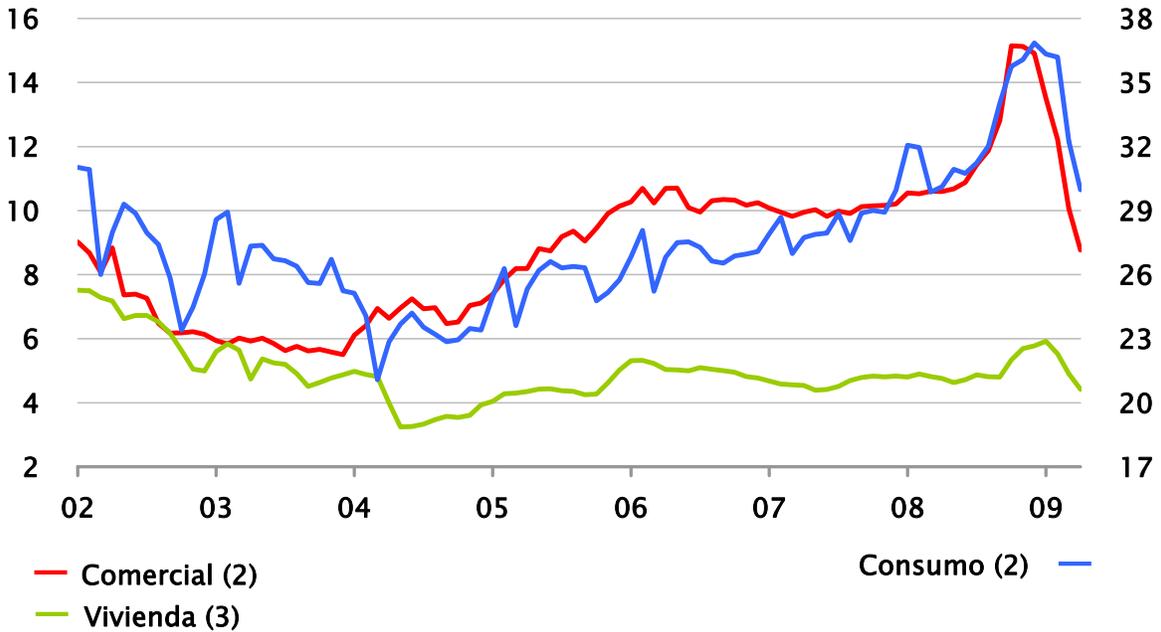
Participación de bienes durables en las exportaciones totales y contribución de las exportaciones al crecimiento trimestral del PIB en el cuarto trimestre del 2008



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

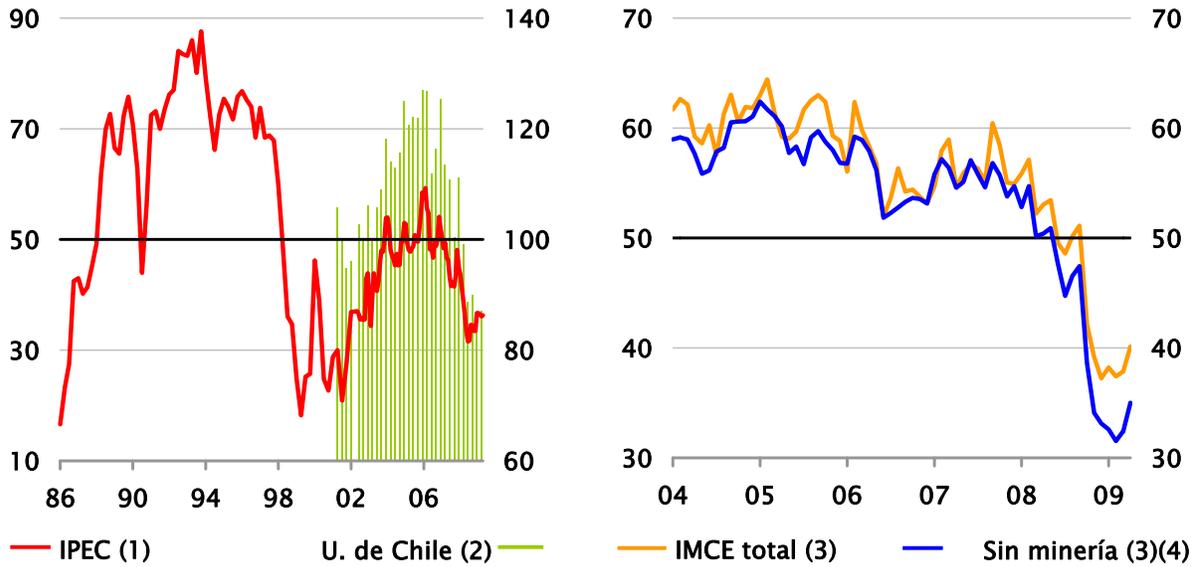
Tasas de interés de colocación (1)
(porcentaje)



- (1) Tasas promedio ponderado.
- (2) Tasas nominales.
- (3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

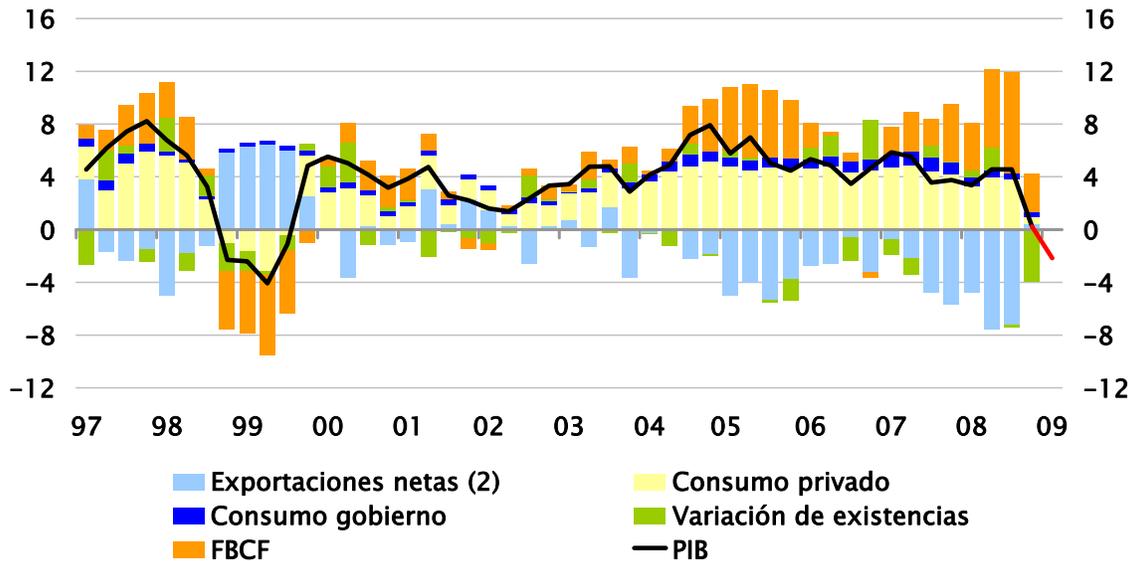
Gráfico 7
Índices de percepción de consumidores y empresarios



- (1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente.
 (2) Índice marzo 2001 = 100.
 (3) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas).
 (4) Corresponde al promedio ponderado de tres indicadores de confianza sectorial: Industria manufacturera, Comercio y Construcción.

Fuentes: Adimark, Universidad de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 8
Contribución al crecimiento anual del PIB (1)
(variación real anual; puntos porcentuales)



- (1) El PIB del primer trimestre del 2009 corresponde al promedio de los Imacec publicados.
 (2) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1
Crecimiento mundial (*)
 (variación anual, porcentaje)

| | Prom. 90-99 | Prom. 00-05 | 2007 | 2008 (e) | 2009 (f) | | 2010 (f) | |
|-----------------------|----------------|----------------|------|----------|----------|--------|----------|--------|
| | | | | | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM |
| | | | | | Ene.09 | May.09 | Ene.09 | May.09 |
| Mundial | 2,9 | 3,8 | 5,2 | 3,2 | 1,2 | ▼ -1,2 | 3,3 | ▼ 2,1 |
| Mundial a TC de mcdo. | 2,4 | 2,9 | 3,8 | 2,2 | -0,3 | ▼ -2,3 | 2,3 | ▼ 1,4 |
| Estados Unidos | 3,1 | 2,5 | 2,0 | 1,1 | -1,8 | ▼ -3,0 | 2,0 | ▼ 0,5 |
| Zona Euro | 2,2 | 1,9 | 2,7 | 0,9 | -1,9 | ▼ -3,5 | 1,0 | ▼ 0,4 |
| Japón | 1,5 | 1,6 | 2,4 | -0,6 | -2,4 | ▼ -7,2 | 1,2 | ▼ 0,9 |
| China | 10,0 | 9,4 | 13,0 | 9,0 | 7,5 | ▼ 6,5 | 8,0 | ▼ 7,5 |
| Resto Asia | 5,5 | 4,8 | 5,9 | 3,0 | 1,2 | ▼ -1,9 | 3,2 | ▼ 1,4 |
| América Latina | 2,7 | 3,0 | 5,7 | 4,2 | 1,2 | ▼ -2,0 | 2,7 | ▼ 1,5 |
| Exp. prod. básicos | 2,7 | 3,1 | 3,2 | 1,0 | 0,2 | ▼ -1,7 | 1,8 | ▼ 0,9 |
| Socios comerciales | 3,0 | 3,1 | 5,0 | 3,0 | 0,4 | ▼ -1,5 | 2,7 | ▼ 2,0 |

(*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2009).

(e) Estimación; (f) Proyección.

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

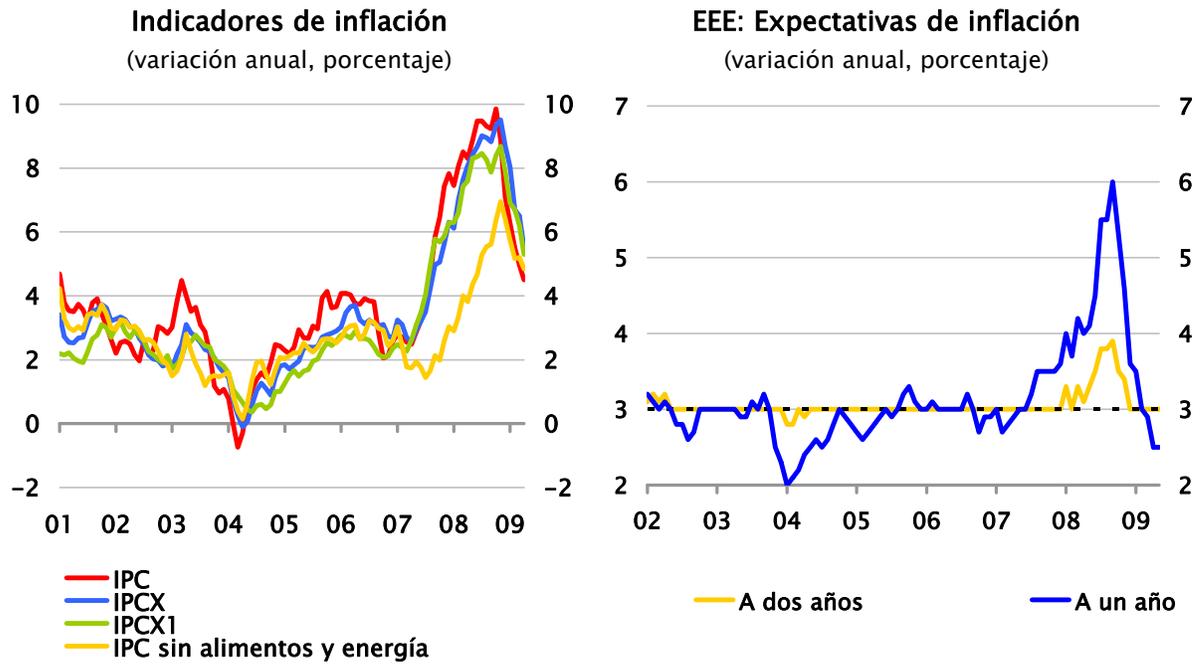
Tabla 2
Crecimiento económico y cuenta corriente
 (variación anual, porcentaje)

| | 2007 | 2008 | 2009 (f) |
|-------------------------------------|------|------|--------------|
| PIB | 4,7 | 3,2 | -0,75 a 0,25 |
| Ingreso nacional | 7,1 | 3,8 | -2,8 |
| Demanda interna | 7,8 | 7,4 | -4,7 |
| Formación bruta de capital fijo | 12,0 | 19,5 | -14,3 |
| Consumo total | 7,1 | 4,2 | 0,2 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 7,6 | 3,1 | -1,7 |
| Importaciones de bienes y servicios | 14,9 | 12,9 | -10,6 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | 4,4 | -2,0 | -1,8 |

(f) Proyección.

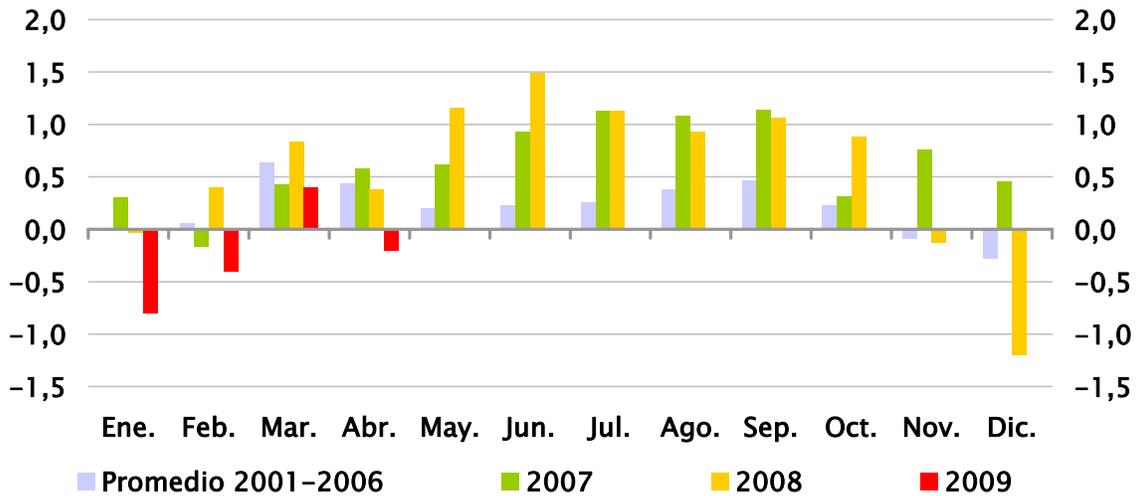
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9
Inflación efectiva y perspectivas inflacionarias



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

Gráfico 10
Inflación mensual del IPC
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Tabla 3
Inflación
 (variación anual, porcentaje)

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 (f) | 2010 (f) | 2011 (f) |
|---------------------------------------|------|------|------|----------|----------|----------|
| Inflación IPC promedio | 3,4 | 4,4 | 8,7 | 2,3 | 1,5 | 3,0 |
| Inflación IPC diciembre | 2,6 | 7,8 | 7,1 | 0,6 | 2,3 | |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*) | | | | | | |
| Inflación IPCX promedio | 3,2 | 4,0 | 8,4 | 3,7 | 1,1 | 2,9 |
| Inflación IPCX diciembre | 2,7 | 6,3 | 8,7 | 0,5 | 2,2 | |
| Inflación IPCX en torno a 2 años (*) | | | | | | |
| Inflación IPCX1 promedio | 2,5 | 4,1 | 7,8 | 3,8 | 1,0 | 3,0 |
| Inflación IPCX1 diciembre | 2,4 | 6,3 | 7,9 | 1,0 | 2,2 | |
| Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*) | | | | | | |

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

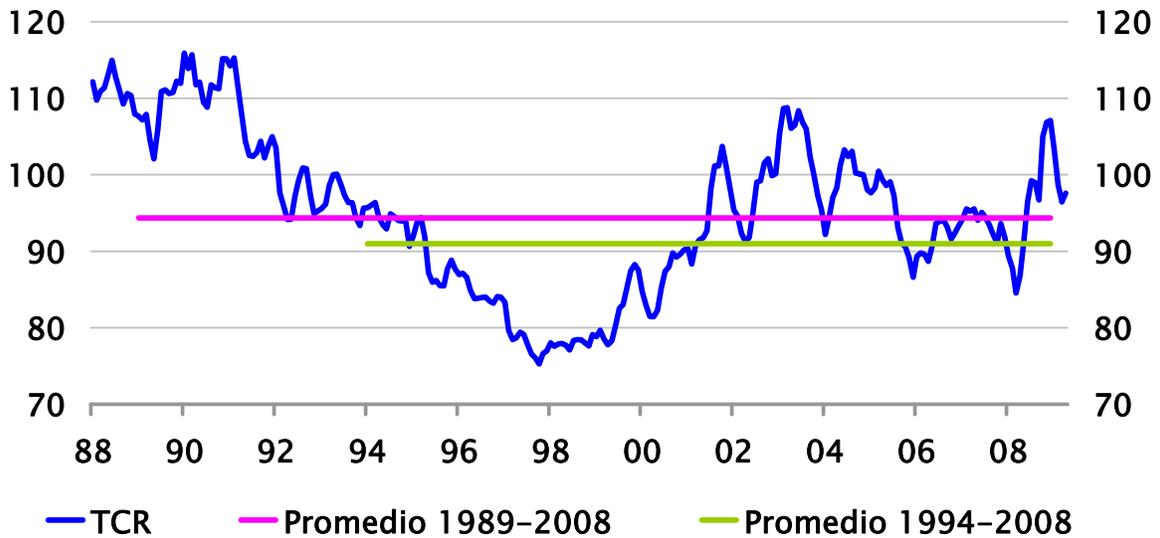
Tabla 4
Principales supuestos del escenario internacional
 (promedio anual)

| | 2008 | 2009 (f) | | | | 2010 (f) | | | |
|---|-------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| | | Sep.08 | Nov.08 | Ene.09 | May.09 | Sep.08 | Nov.08 | Ene.09 | May.09 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/baril) | 100 | 116 | 70 | 50 | 52 | 115 | 80 | 60 | 64 |
| Precio del cobre BML (US\$cent/libra) | 316 | 310 | 165 | 150 | 180 | 300 | 190 | 160 | 185 |
| Términos de intercambio (var. anual, %) | -15,0 | -7,2 | -18,2 | -19,1 | -13,5 | -4,3 | -2,5 | -2,0 | -3,8 |
| Precios externos, en US\$ (var. anual, %) | 12,0 | 3,3 | 0,5 | -0,8 | -5,7 | 2,8 | 4,8 | 5,5 | 7,0 |

(f) Proyección.

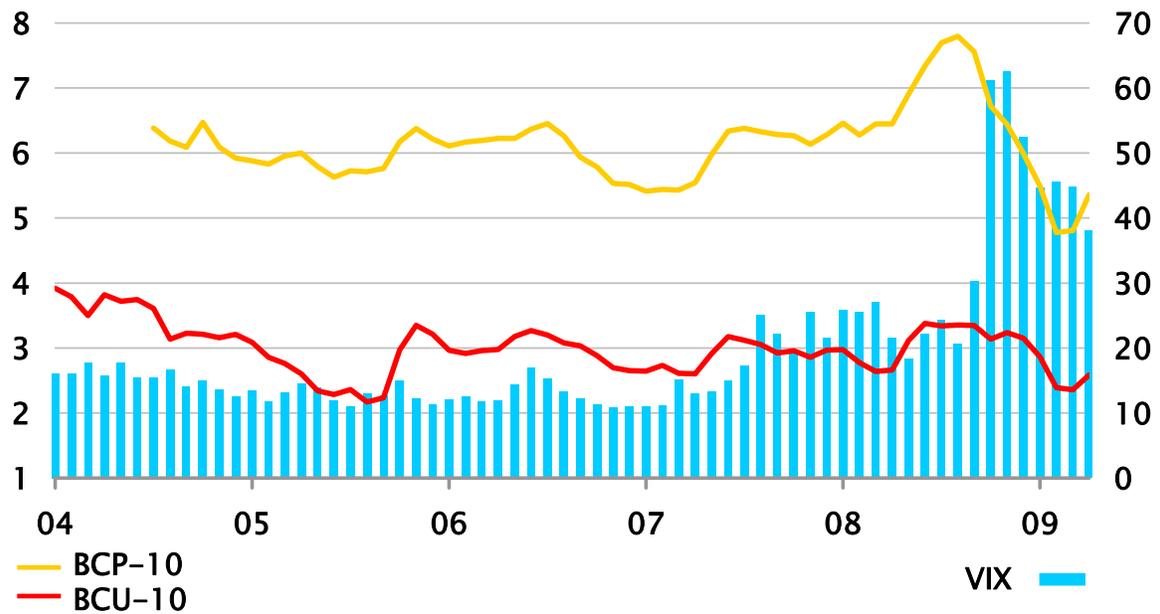
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11
Tipo de Cambio Real
 (índice, 1986=100)



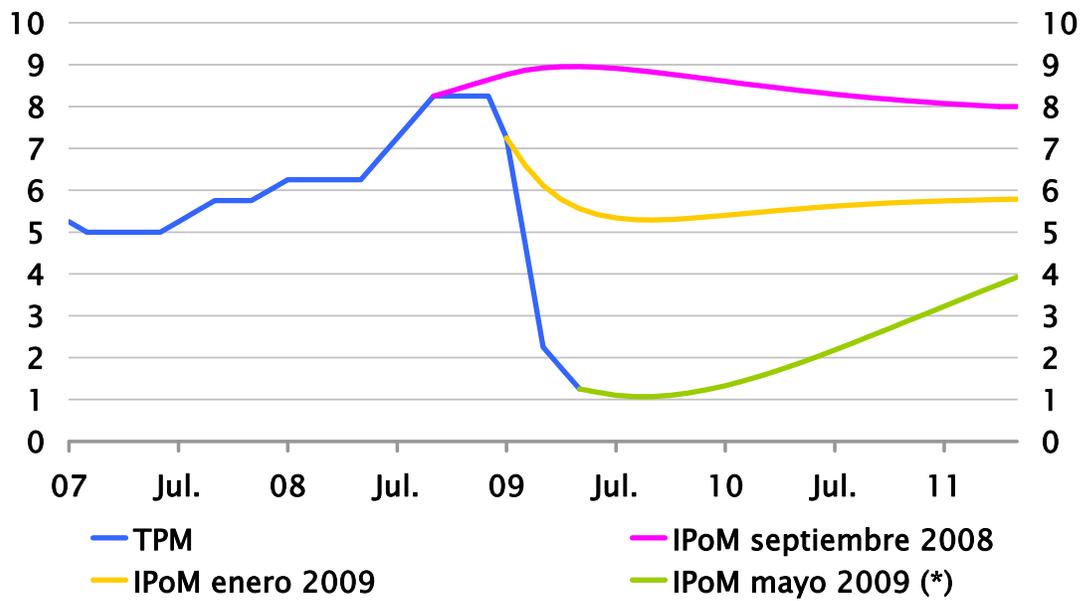
Fuente: Banco Central del Chile.

Gráfico 12
Tasas de interés de documentos del Banco Central de Chile y VIX
 (promedios mensuales, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 13
 Tasa de política monetaria y curva *forward*
 (porcentaje)



(*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros al 08 de mayo.

Fuente: Banco Central de Chile.