

EL A+B+C DE LA ACTIVIDAD Y LA POLÍTICA MONETARIA

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Abril 2009

Es un gran honor para mí iniciar el ciclo de presentaciones del Club Monetario en el 2009 y quiero comenzar en esta oportunidad rindiendo un tributo a Álvaro Bardón, quien fuera motor de esta iniciativa. A Álvaro lo conocí hace años, pero cuando el 2006 me pidió que presidiera este Club pude compartir con él conversaciones sobre muchos temas de políticas públicas. Siempre me impresionó mucho su estricto apego a las ideas liberales. Aunque no necesariamente estuviéramos de acuerdo, debo reconocer que la coherencia de sus ideas siempre me hacía reflexionar. Sin duda que hoy echamos de menos sus agudos y provocadores comentarios, así como su enorme simpatía.

En junio del año pasado tuve la oportunidad de presentar ante esta audiencia, cuando el principal problema que enfrentaba la economía chilena era la inflación. Entonces, decidí escribir una presentación sobre los determinantes básicos de la inflación y cómo estos se comportaban en esa coyuntura. Ello permitía hacer un diagnóstico del problema inflacionario que fuese útil para guiar las decisiones de política monetaria. A esa presentación le llamé el A+B+C de la inflación, para referirme al impacto de la actividad, las expectativas de inflación y las presiones de costos y de precios internacionales. Déjenme recapitular brevemente algunos aspectos de esa presentación. Basado en los datos de inflación hasta abril, mi punto central era —cito textual— “el aumento de los precios de los alimentos y los combustibles ha sido la principal y, me atrevería a extremar el punto diciendo única, causa del desvío significativo de la inflación de su meta” (De Gregorio, 2008). Este hecho se agravaba en Chile porque no existen las distorsiones a los mecanismos de fijación de precios que prevalecen en otras economías. Por ello no era de extrañar que Chile fuera de los países en donde el aumento de la inflación era mucho más severo. Por lo mismo, tampoco es de extrañar que con la caída de los precios internacionales de las materias primas y la ampliación generalizada de las holguras de capacidad en el mundo, Chile sea uno de los países donde la caída de inflación ha sido de las más agudas, abriendo paso a una muy significativa relajación monetaria (gráfico 1).

En consecuencia, en esta oportunidad, con la inflación descendiendo rápidamente y enfrentados a una inédita recesión internacional, que lleva a la primera caída en la producción global en más de sesenta años (Geithner, 2009), me parece oportuno analizar las causas de la menor actividad económica en Chile, que también tiene tres componentes (A+B+C). Creo que más allá de realizar una proyección mecánica, en el actual contexto

* Preparado para ser presentado en el Club Monetario, 20 de abril, Santiago. Agradezco los valiosos comentarios y aportes de Luis Felipe Céspedes, Pablo García, Enrique Orellana y Alfredo Pistelli, así como a Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke por facilitarme sus datos.

de alta incertidumbre es importante identificar los factores que han gatillado esta caída de la actividad y sus implicancias de política monetaria.

Esta presentación continúa con una breve digresión sobre la forma de leer los datos en la coyuntura actual. Luego me referiré a los que, a mi juicio, son los tres factores detrás de la evolución de la actividad¹:

- A. Ciclo económico interno.
- B. Efectos financieros y reales de la crisis internacional.
- C. Crisis de confianza global.

Concluiré con una discusión sobre las implicancias de este escenario sobre la política monetaria.

Una nota sobre la lectura de los datos

Habitualmente la lectura de los datos de actividad trimestral se puede hacer por variados caminos, me referiré en particular a dos de ellos. El primero, es hacer una comparación con el mismo período del año anterior. Esto tiene la ventaja de que permite evitar efectos estacionales y da además una visión de la evolución anual del PIB. No obstante, esta medición ignora la evolución del producto en los trimestres intermedios, lo cual entrega una perspectiva de cómo se está comportando la actividad en el margen. De ahí nace una segunda forma de evaluar el estado de la economía, que es medir las variaciones del PIB calculando su tasa de variación con respecto al trimestre anterior. El problema con esta segunda medida es que los efectos estacionales pueden ser importantes. Pasar de un trimestre con el PIB estacionalmente alto a uno en que es estacionalmente bajo arroja una caída, la que podría corresponder solo a un efecto estacional y no a la tendencia de la actividad. Un caso muy gráfico es comparar las ventas de diciembre y enero. Para evitar este fenómeno, se requiere desestacionalizar la serie. Sin embargo, esto envuelve procesos estadísticos relativamente complejos y por sobre todo inestables, ya que el pasado se reescribe en la medida que se conocen nuevos datos. Esto ocurre porque, para conocer el patrón estacional, hay que tener no solo datos del pasado sino que también una estimación del futuro, la que por lo general no coincide con el dato efectivo.

De aquí surge un claro *trade-off*. Por un lado, la medida que se basa en el período anterior es más inestable, pero permite apreciar cambios en la dirección del ciclo. Por otro lado, la variación anual da cuenta de la magnitud de estos cambios en un período más prolongado, aislando la estacionalidad, pero no recoge lo que sucede en el margen con la actividad.

Existen distintas combinaciones de niveles de actividad que, con una misma tasa de variación anual, tienen cambios en el margen que son muy distintos y, por ende, una evaluación del momento de la economía que incluso puede ser opuesta (gráfico 2). En un caso hay una caída sistemática, en otro la caída se detiene en el último dato y, en otro, el último dato ya muestra una recuperación. Esta misma situación es extrapolable a la evaluación coyuntural de nuestra economía. La velocidad de expansión del PIB trimestral

¹ Estos factores son también discutidos en De Gregorio (2009).

ha sido negativa en lo más reciente, aunque las variaciones anuales han sido positivas (gráfico 3). No obstante, los antecedentes más recientes dan cuenta de que está situación se está revirtiendo. La velocidad de expansión del PIB se habría recuperado de su nivel mínimo del último trimestre del año pasado, pero la variación anual del PIB sería menor.

De hecho, las cifras de Imacec del último par de meses —enero y febrero de este año— muestran que, eliminada la estacionalidad, el nivel de actividad ha dejado de caer, al menos con la misma fuerza que lo hizo a fines del 2008 (gráfico 4). En términos anuales, sin embargo, los datos están mostrando, y probablemente mostrarán por varios meses más, tasas de variación anual negativas, aunque, en el margen ya estemos en la fase ascendente.

Con todo, cualquier conclusión sobre la evaluación en el margen es preliminar, y solo en la medida que pasen los meses podremos confirmar si era correcta o no. Esto me lleva a otro punto que es muy relevante en la coyuntura actual. Dada la incertidumbre, es prioritario reforzar la calidad del *nowcasting*. Es decir, la estimación de los datos en tiempo real, cuyas cifras sabremos solo en algunas semanas o meses más. Por ejemplo, solo a fines de este mes conoceremos los datos de marzo, y a mediados de mayo una estimación preliminar de la actividad y el gasto en el primer trimestre. Sin embargo, en esta coyuntura resulta crucial tener antecedentes de la marcha de la economía hoy, ya entrados en el segundo trimestre.

Hechos estos puntos, vuelvo al centro de mi presentación, el A+B+C de la actividad.

A. El ciclo interno

La demanda interna (o gasto o absorción) venía creciendo con vigor hasta el tercer trimestre del año pasado. Mientras el PIB creció a un promedio de 5,2% anual entre el 2004 y el 2007, el gasto lo hizo en 8,1%². No todo el gasto se convirtió en producción, pues parte relevante se desvió hacia bienes importados. En ese período, el componente más importante del gasto, el consumo privado, creció 7% anual, mientras la inversión aumentó 12% promedio anual, llevando la tasa de inversión a un récord histórico (gráfico 5). Este proceso inevitablemente debía tener un final, provocando una desaceleración de la economía, que, dada la coyuntura inflacionaria que se vivió en gran parte del 2008, se estimaba se daría acompañado de una política monetaria más restrictiva.

La historia nos enseña que los ciclos económicos y financieros son parte del panorama y del entorno económico en que debemos vivir. Hay permanentemente procesos de innovación y descubrimiento de oportunidades de negocio, lo que no ocurre de forma suave ni constante, sino que en súbitos estallidos en un contexto incierto respecto del futuro. Esto se traduce en auges y caídas del ciclo crediticio, lo que además se amplifica en la macroeconomía pues es normal que la demanda de hogares y empresas siga este ciclo. Por ejemplo, en períodos de auge y acceso fácil al crédito los consumidores deciden aprovechar la coyuntura para aumentar su stock de bienes durables y las empresas su inversión. Como existen rigideces de precios, puede que estos fenómenos de auge no se

² Los datos corresponden a promedios simples.

traduzcan inmediatamente en presiones inflacionarias, exacerbando las percepciones de una bonanza sostenida. Una vez que hogares y empresas han ajustado su stock de activos físicos al nivel deseado comienza un período de desaceleración. Esta desaceleración se puede agravar si además hay algún *shock* negativo sobre la economía. En esta coyuntura, dicho *shock* fue la agudización de la crisis. Así, al normal ciclo interno se le sumó un significativo *shock* internacional, el que incluso hizo cambiar el signo de la política monetaria. En el mundo desarrollado, este ciclo es agravado además por una crisis financiera.

Volviendo a la coyuntura actual, los datos del año pasado ya mostraban cierta desaceleración en el consumo. Por ello, considerando un escenario internacional mucho más benigno, el IPoM de septiembre estimaba que el crecimiento del PIB se reduciría desde un rango de entre 4,5 y 5,0% anual en el 2008 a un rango de entre 3,5 y 4,5% en el 2009³. En ese escenario, la demanda interna sufriría una desaceleración mayor el 2009, pasando de un crecimiento proyectado de 9,1% anual el 2008 a uno de 3,9% el 2009. No obstante, el escenario internacional cambió radicalmente en el cuarto trimestre del año pasado y se estima que el PIB finalmente creció 3,2% anual en el 2008 y la demanda interna aumentó 7,4%, pero ambos con caídas fuertes hacia fines de año, pues la detonación de la crisis financiera en los mercados desarrollados y sus repercusiones no hizo sino acelerar este ajuste cíclico. Así, el impacto de la crisis externa en la economía chilena ha sido significativo. Esos son los factores que discutiré a continuación.

B. Los efectos financieros y reales de la crisis internacional

Un clásico problema que han enfrentado las economías emergentes cuando surgen problemas financieros internacionales es la interrupción de las entradas de capitales (*sudden stops*), con graves consecuencias sobre la actividad y los precios de los activos. La actividad económica se contrae ante la falta de financiamiento, los tipos de cambio se deprecian, el riesgo país sube y las tasas de interés también. Después del colapso de *Bear Stearns* en marzo del año pasado y en una coyuntura donde el peso parecía haberse fortalecido más allá de lo que indicaban sus fundamentos de largo plazo, el Consejo estimó que era un buen momento para acumular reservas y fortalecer nuestra posición de liquidez internacional. En caso de que ocurrieran mayores dificultades financieras externas, el país estaría en condiciones de afrontar un período prolongado de escasez de financiamiento externo. Así, se decidió acumular 8 mil millones de dólares en un período de ocho meses.

La crisis financiera para la cual nos preparamos llegó y con mucha fuerza, mayor a la prevista. No obstante, los problemas de liquidez en dólares fueron transitorios y Chile no ha visto afectado su acceso a los mercados financieros internacionales. Aunque en condiciones de estrechez es más trabajoso obtener recursos, nuestro país no ha sufrido ningún tipo de interrupción al crédito como sí ha ocurrido en otras partes. Si bien los plazos del financiamiento externo se han acortado y las primas por riesgo se han elevado, el costo del crédito ha disminuido por la importante caída de las tasas de interés

³ El IPoM de septiembre del 2008 tuvo su cierre estadístico el viernes 5 de septiembre, diez días antes de que se desatarán las mayores turbulencias en los mercados financieros.

internacionales (gráfico 6). Además, tal como lo hemos señalado antes, en caso de que el acceso a los mercados se viera dificultado, Chile cuenta con una sólida posición de liquidez que permitiría minimizar los efectos financieros de la actual crisis internacional.

Con todo, el alza de las primas por riesgo y las tensiones financieras internacionales del año pasado provocaron un estrechamiento en las condiciones financieras internas, lo que tuvo un efecto directo sobre la demanda. Además, se sumó el efecto de esta mayor incertidumbre en el canal de expectativas, el que discuto más adelante. Pasados unos meses, la evidencia muestra que Chile mantiene un acceso normal a los mercados internacionales, reflejando que los efectos financieros directos fueron acotados.

En cuanto al canal de transmisión real de la crisis, la caída de la actividad y la demanda en el mundo está afectando a la producción industrial y las exportaciones de todos los países. La caída de la producción industrial en el mundo ha sido muy grande y comparable con la caída de la producción industrial durante la Gran Depresión (Eichengreen y O'Rourke, 2009). El comercio mundial experimentará una reducción no observada en muchos años (gráfico 7). Los países productores de manufacturas son los más golpeados por un severo *shock* de demanda de bienes de consumo durable y todas las economías se están viendo afectadas ya sea por la caída de los volúmenes de sus envíos al exterior o por los menores precios de estos. Por ejemplo, las proyecciones de crecimiento para los países asiáticos recientemente industrializados⁴ estiman una caída del PIB del orden de 4% para este año. Además, el grado de simultaneidad que la caída en la actividad ha tenido en el mundo no se ha visto en décadas (gráfico 8).

Tal como he afirmado en ocasiones anteriores (e.g. De Gregorio, 2009), es esperable que los efectos de la caída del comercio en el mundo sean más limitados en Chile que en las economías exportadoras de productos industriales. La demanda por productos manufacturados ha sido la más afectada por la recesión global. En el caso de Chile se ha apreciado una caída de los precios de las exportaciones, que, más allá del efecto en el ingreso disponible, tiene un impacto mayor en la medida que se reduce la oferta. Esto es muy distinto al caso de bienes cuya demanda simplemente colapsa. En nuestro caso, los precios de los productos de exportación han caído, pero siempre es posible venderlos. En el caso de los países exportadores de manufacturas, las órdenes de compra se cortaron abruptamente, dando paso a un aumento de los inventarios y a un ajuste de la producción.

Por lo tanto, en el caso de Chile, algo que ha sido una limitante al crecimiento económico de largo plazo —el bajo “valor agregado” de las exportaciones— hoy se convierte en un amortiguador de la reducción del comercio internacional. Las exportaciones chilenas no han sufrido hasta ahora el colapso de la demanda. Ello no obstante de que algunos sectores, especialmente industriales, puedan estar teniendo serios problemas para colocar sus productos en el exterior.

Una forma de ilustrar el efecto diferencial de la crisis de acuerdo con la composición de la canasta exportadora en diversos países se presenta en el gráfico 9. En el eje vertical se presenta la fracción que representan las exportaciones de bienes de capital y de consumo

⁴ *Newly Industrialized Asian Economies*: Hong Kong, República de Corea, Singapur y Taiwán.

durable sobre las exportaciones totales y en el eje horizontal se presenta el cambio de las exportaciones como proporción del producto en el cuarto trimestre del 2008. Los datos muestran que, mientras mayor es la participación de los bienes de capital y de consumo durable en la canasta exportadora, mayor fue la incidencia negativa de las exportaciones sobre el producto en el último trimestre del 2008. En países exportadores de recursos naturales, como Australia, Canadá, Chile, Nueva Zelanda y Noruega, el impacto de la caída del comercio mundial sobre sus exportaciones ha sido relativamente menor, comparada con aquellos en que sus exportaciones corresponden en mayor medida a manufacturas, como los asiáticos o algunos países europeos.

C. La crisis de confianza en el mundo

Si bien el canal de transmisión financiero de la crisis mundial no llevó a una interrupción de los flujos de crédito y se estima que los efectos reales tendrán un impacto más acotado que en países exportadores de manufacturas, sí se está viendo un efecto relevante de la situación global a través del canal de las expectativas. La caída en la demanda interna, como antes indiqué, se ha dado especialmente en aquellos componentes que son más sensibles a las fluctuaciones cíclicas. Estos mismos componentes, son también los que responden con mayor fuerza a los cambios en el estado de ánimo de consumidores y empresarios.

Tras los eventos de septiembre y octubre del 2008 sobrevino una crisis de confianza global que ha provocado que familias y empresas estén tomando sus decisiones de gasto con mucha mayor cautela que la habitual. Este fenómeno es observable en un número significativo de economías (gráfico 10). Argumentar que todo lo que ha pasado es una profecía autocumplida debido a la crisis de confianza es equivocado. No obstante, sí podemos afirmar que la crisis de confianza ha operado como un severo amplificador de los efectos reales y financieros. Hogares y empresas reducen su gasto ante la eventualidad que la demanda colapse, y por ello la demanda cae mucho más de lo que lo habría hecho de no haberse dado esta crisis de expectativas.

Sin duda que la pérdida de confianza que se observó en el mundo tiene un sustento en el deterioro de las condiciones macroeconómicas y financieras. Si bien tendremos mucho tiempo para estudiar los fenómenos que la causaron, lo claro es que ella tiende a agravar los efectos de la situación mundial sobre la actividad económica global. En el caso de Chile también es claro que el efecto negativo de las expectativas tiene un límite, el que es impuesto por el hecho de que la economía chilena es una economía sana, con sólidos fundamentos y capaz de implementar y sostener por un tiempo prolongado políticas que mitiguen el impacto del escenario externo. El sistema financiero, a diferencia de otros países, no ha sufrido situaciones de estrés y el flujo crediticio no se ha interrumpido. La inflación se ha reducido rápidamente y las expectativas de mediano plazo son coherentes con la meta (gráfico 11). El Consejo ha modificado rápidamente la instancia de política monetaria, volviéndola claramente expansiva y estima que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la Tasa de Política Monetaria (TPM) (gráfico 12).

Quiero finalizar esta exposición con un breve análisis de las implicancias de la evolución de la actividad sobre la política monetaria.

Implicancias de la evolución de la actividad sobre la política monetaria

Proyectar el curso de la economía este año es particularmente complejo, pues lo estamos haciendo “fuera de muestra”: no tenemos experiencias similares que nos permitan proyectar con precisión. Es por ello que hoy se hace más relevante realizar proyecciones no solo basadas en modelos sino también en el juicio.

¿Cuánto durará la recesión mundial? ¿Cuánto caerá el comercio? ¿Cuándo se recuperará la confianza en el mundo? ¿Hasta dónde llegará el ajuste del sector inmobiliario en Estados Unidos? Estas son solo algunas de las preguntas que habrá que contestarse para poder hacer algún tipo de proyecciones y es en lo que estamos trabajando en la preparación de nuestro Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo.

En el Banco, para proyectar regularmente usamos modelos económicos que son calibrados en base a relaciones históricas entre los datos. Demás está decir que muchas veces estas estimaciones se desvían en una magnitud significativa. Pero, a diferencia de lo que uno quisiera creer, esto no tiene nada de extraño. Al fin de cuentas, lo que estamos intentando hacer no es sino predecir el comportamiento de personas, en su calidad de consumidores, trabajadores e inversionistas. Si a esta complicación le agregamos lo inédito e incierto del escenario actual, tenemos razones más que suficientes para entender la dificultad de establecer una proyección medianamente certera.

Con todo, lo importante para la autoridad económica no es “apuntarle” al dato, sino que operar con un proceso de toma de decisiones que sea flexible y robusto a los cambios en el escenario macroeconómico. Por ello, no se debe ignorar ni despreciar el rol de los modelos, los que juegan un papel importante en este proceso. Por ejemplo, en nuestro caso, los modelos son una guía importante para ir calibrando el impulso de política monetaria necesario para el cumplimiento de la meta y para evaluar una multiplicidad de escenarios alternativos.

En septiembre del año pasado, antes que se desatara la crisis financiera con mayor fuerza, proyectábamos que la inflación se demoraría hasta el 2010 en retornar a la meta, por la evaluación de que la persistencia inflacionaria había tenido un aumento inusitado. Ello conllevaba la necesidad de seguir aumentando la TPM para asegurar la convergencia inflacionaria. Al cabo de unas semanas ya observábamos desviaciones significativas de este escenario y nuestro juicio sobre el impulso monetario cambió. Así, en noviembre publicamos una actualización del escenario de proyecciones basado fuertemente en uno de los escenarios de riesgo contenidos en nuestras discusiones previas. Ello no fue un simple proceso de proyección sino que permitió comunicar algo central: que en vez de concretar un aumento de la TPM, lo más probable era que esta se reduciría de manera importante. El pasar del tiempo y las bruscas caídas de la inflación permitieron concluir que el ajuste de la inflación sería aún más rápido, por el descenso del precio de las materias primas y la ampliación de las holguras de capacidad. Hoy, es posible prever que la inflación tendrá reducidos registros en los próximos meses. Esa evolución de la economía nos ha permitido realizar un inédito ajuste de tasas de interés. En 90 días la Tasa de Política Monetaria se redujo en 650 puntos base, con un activismo largamente

superior a los promedios históricos y a lo que han hecho otros bancos centrales en esta coyuntura.

Lo anterior me lleva a otro punto relevante, que es la discusión acerca de cuál será el crecimiento de la economía en el 2009. Sin duda que las proyecciones de crecimiento de la economía chilena se han deteriorado. Tanto los analistas privados como las agencias internacionales han reducido significativamente el crecimiento proyectado para el PIB. Tomando la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas se aprecia que el crecimiento proyectado para el 2009 se ha reducido en casi 5 puntos porcentuales desde septiembre a la fecha, mucho más que el ajuste para el 2010, que ha sido “solo” de 1,5 puntos porcentuales en el mismo lapso (gráfico 13).

Las agencias internacionales y todos quienes realizamos proyecciones hemos sido criticados por no haber predicho la magnitud de la crisis actual. Creo que ya he dado suficientes argumentos para entender la imposibilidad de haber predicho lo que ha pasado, en particular para nuestra economía cuya evolución depende de lo que esté pasando en el mundo. En este contexto, parece razonable, como forma de tomar un seguro, que haya quienes estén realizando proyecciones con los escenarios más pesimistas. En esta coyuntura, equivocarse por el lado del pesimismo es mucho menos costoso que equivocarse por el del optimismo. Incluso en mi caso, si tuviera que hacer proyecciones como un analista privado más, sería precavido. Sin embargo, esa no es la forma en la que debe actuar el Banco Central. Si el Consejo del Banco decide tomar algún seguro para nuestra economía ante probables escenarios más adversos que nuestro escenario base, debe hacerlo con sus decisiones de política monetaria y no con sus proyecciones. Eso es lo que hemos hecho. En todo caso, los diversos escenarios posibles para la evolución de la actividad son una parte importante de la comunicación de nuestras decisiones y por ello son discutidos cuidadosamente en la evaluación de riesgos del escenario base que se incluye en nuestro *Informe de Política Monetaria*.

Como lo he señalado ya varias veces en las últimas semanas, no disponemos de un ejercicio completo que nos permita proyectar con algún grado razonable de certeza cuál será el rango de crecimiento del PIB más probable para este año. Lo tendremos y daremos a conocer con la publicación del IPoM de mayo. Con todo, más importante, creo, es que no existe una evaluación ambigua de que la economía chilena ha sufrido los efectos de la crisis mundial. Independiente de que el Banco tenga un número que comunicar como proyección, nuestras acciones hablan por si solas de cuál es la evaluación que tenemos respecto de las implicancias del cambio en el escenario macroeconómico sobre la inflación. Afortunadamente, dado el marco de políticas e instituciones que hemos construido en el ámbito económico y financiero, hemos podido adoptar políticas acordes con las circunstancias.

La expansividad de la política monetaria está surtiendo sus primeros efectos en los mercados financieros. En el Banco monitoreamos regularmente la relación entre la TPM y las tasas de mercado y, en esta coyuntura, estamos haciendo un seguimiento particular del traspaso de la TPM a las tasas de colocación de la banca. Becerra et al. (2009) estima que el nivel de las tasas de colocación depende fundamentalmente del costo de fondos y de

una medida de riesgo⁵. Los resultados actualizados muestran que efectivamente las tasas de colocación han estado retrocediendo en concordancia con el relajamiento monetario, y aún debiera sentirse el efecto de la última reducción de tasas (gráfico 14). Esta es la primera fase de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, pues sus efectos sobre el gasto toman algún tiempo en materializarse. En todo caso, por el aumento del riesgo, las tasas son mayores a las que hubieran prevalecido dado el actual impulso monetario. De hecho, este mayor riesgo que se percibe por el deterioro del escenario macroeconómico se aprecia en los resultados de la encuesta sobre créditos bancarios del primer trimestre del 2009. Dicha encuesta muestra condiciones más restrictivas para la aprobación de todos los tipos de créditos, al mismo tiempo que la demanda por créditos que perciben los bancos también es más débil. No obstante, el lado positivo de esta encuesta es que la fracción de bancos que responde que las condiciones son más restrictivas es menor respecto de lo que se observó en diciembre pasado (gráfico 15).

Para finalizar mi presentación quisiera volver a recalcar que la economía mundial está atravesando por un complejo momento. Chile, como lo he repetido incansablemente desde que comenzó este proceso, no es ni será inmune a los eventos que han sucedido en el mundo. Sin embargo, a diferencia del pasado, hemos desarrollado políticas e instrumentos que nos permiten asegurar que nunca hemos estado mejor preparados para afrontar una coyuntura adversa. No somos capaces de aislarnos, pero sí de mitigar los efectos adversos del escenario internacional. La actividad ha caído, las holguras de capacidad han aumentado y tanto la inflación efectiva como las presiones inflacionarias han disminuido. El Banco Central, en concordancia con este escenario, ha reducido rápidamente la TPM, hasta su nivel mínimo histórico. Además, estimamos que es posible que sean necesarias reducciones adicionales para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. Tenemos una economía sana, con sólidos fundamentos y políticas capaces de generar estímulo en momentos en que el mundo está en crisis. Y quiero reafirmarlo una vez más, ello es una razón poderosa para ser optimistas respecto del desenvolvimiento de nuestra economía en un mundo que atraviesa una severa recesión.

Muchas gracias.

⁵ Las medidas de costo de fondos son la TPM y la *swap* a 90 días para créditos de consumo y comerciales. Para créditos hipotecarios se considera la tasa de los BCU-5. Las medidas de riesgo son: *EMBI*, spread Libor-OIS (overnight index swap), *VIX* (volatility index) y finalmente spread bancario (diferencia entre Libor y tasa variable de corto plazo relevante para los bancos locales).

Referencias

Becerra, S., L. Ceballos, F. Córdova y M. Pedersen (2009). “Evolución Reciente de las Tasas de Interés de Colocación”, mimeo, Gerencia de División Estudios, Banco Central de Chile.

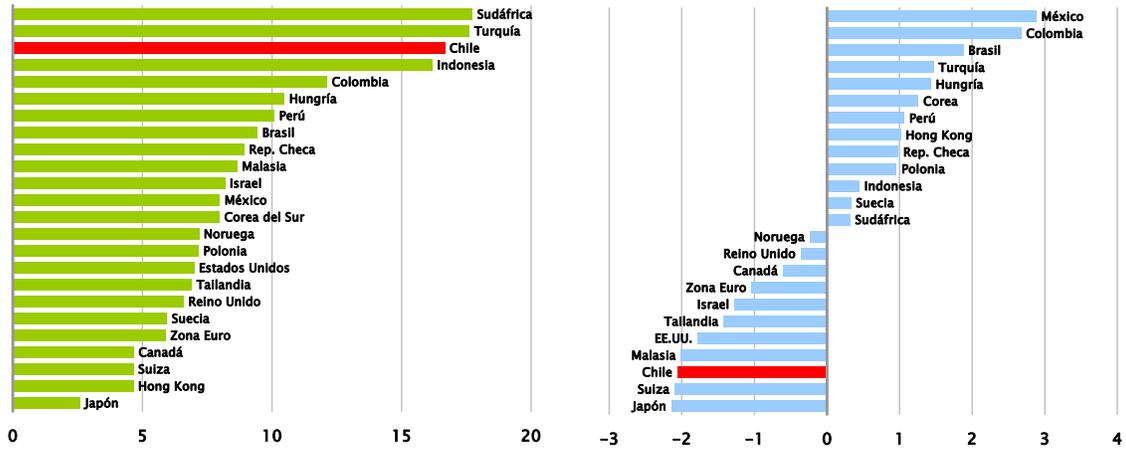
De Gregorio, J. (2008). “El A+B+C de la Inflación”, exposición efectuada en el Club Monetario, junio.

De Gregorio, J. (2009). “Chile Frente a la Recesión Mundial del 2009”, exposición efectuada en el Seminario *Los temas del 2009*, organizado por el Instituto de Políticas Públicas Expansiva UDP y Libertad y Desarrollo, marzo.

Geithner, T. (2009). “Statement on Release of Semi-Annual Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies”, Departamento del Tesoro, EE.UU., abril.

Eichengreen, B. y K.H. O'Rourke (2009). “A Tale of Two Depressions”, en proceso, versión resumida en www.voxeu.org.

Gráfico 1
Variación acumulada del IPC por país
(porcentaje)



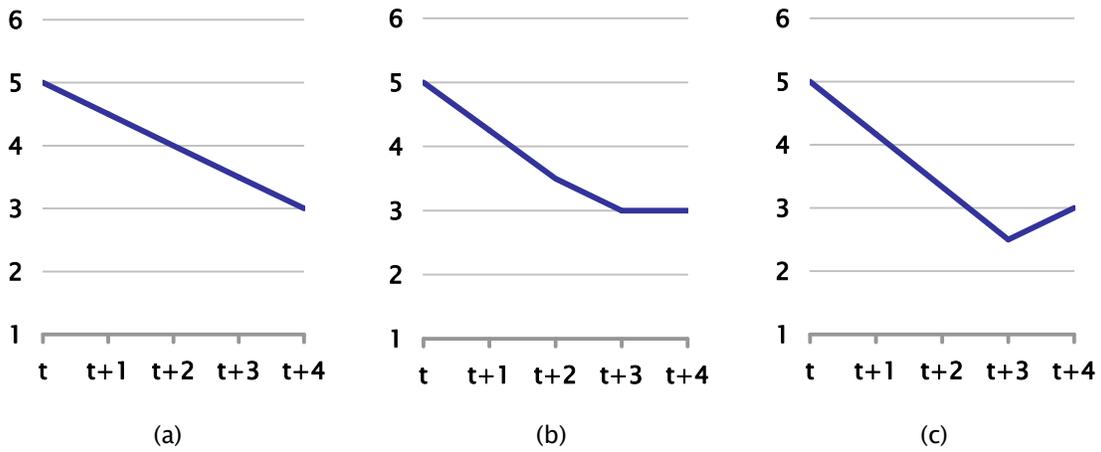
(a) Entre enero del 2007 y octubre del 2008.

(b) Entre octubre del 2008 y febrero/marzo del 2009

(*) Para Canadá, Zona Euro, Hong Kong, Israel, Japón, Malasia, Polonia, Sudáfrica y R. Unido corresponde a datos hasta febrero del 2009. Para el resto, marzo del 2009.

Fuente: Oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.

Gráfico 2
Simulaciones para el nivel desestacionalizado de la actividad



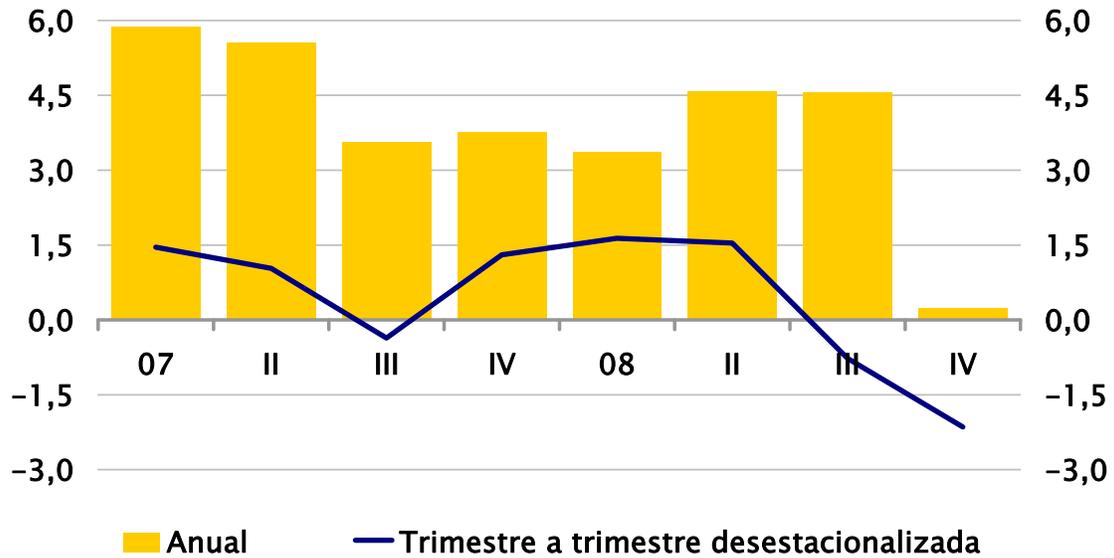
(a)

(b)

(c)

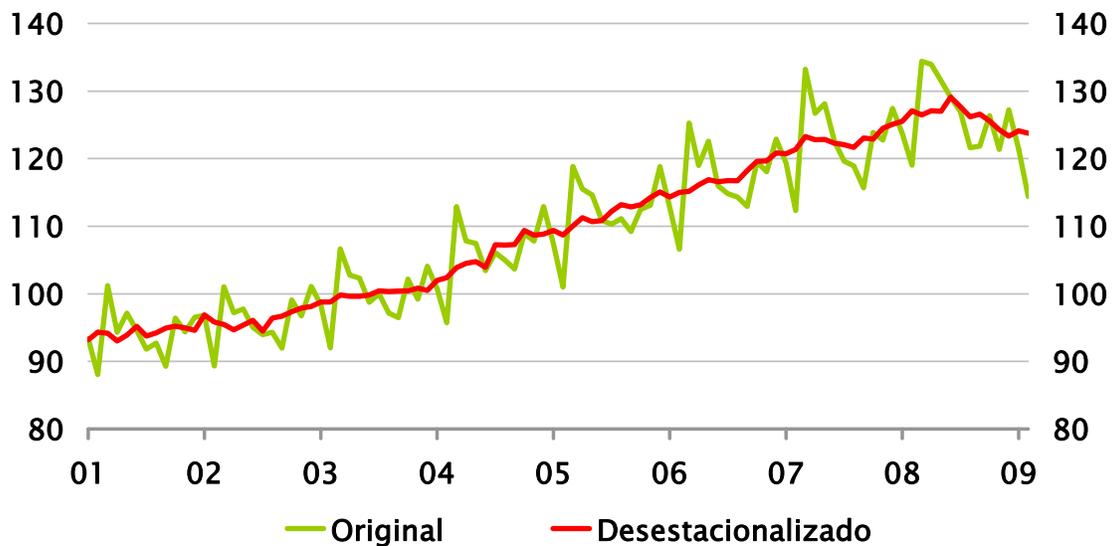
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3
Variación del PIB
(porcentaje)



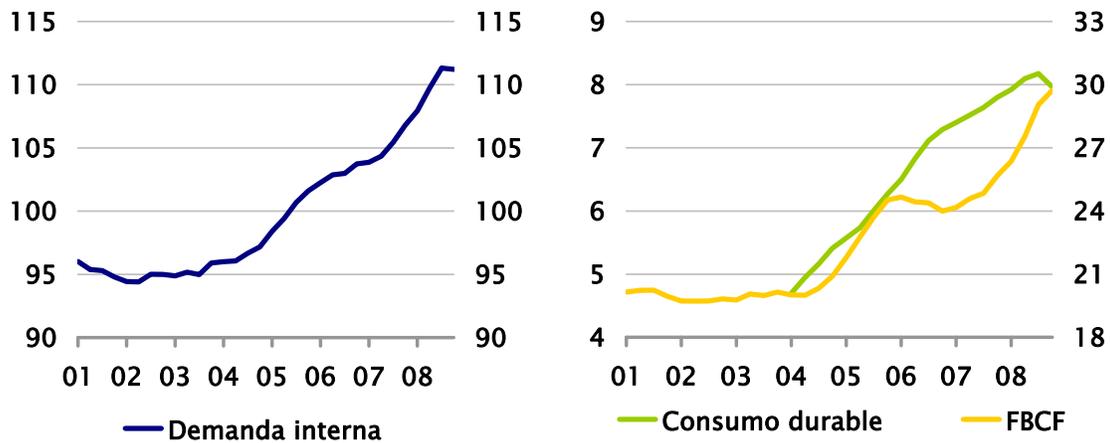
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
Imacec
(índice, 2003=100)



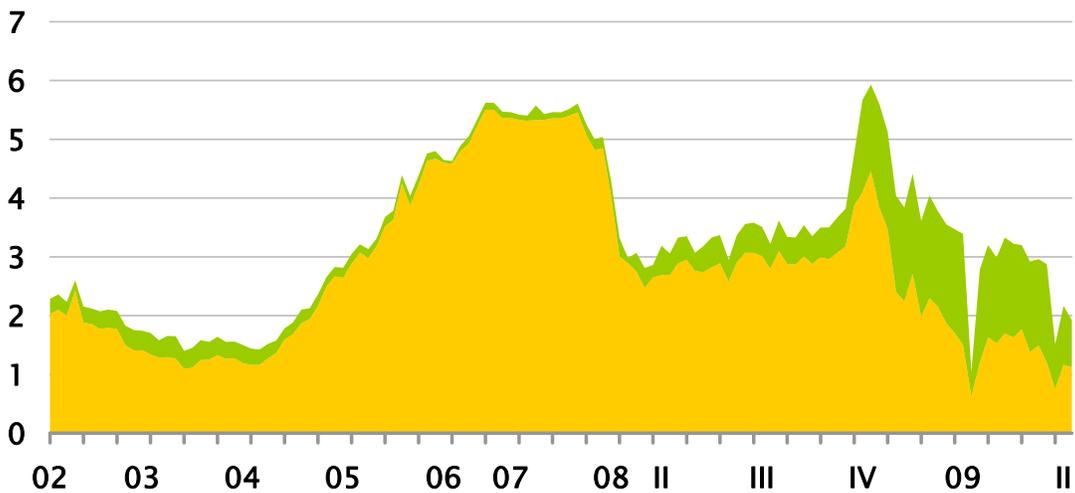
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5
Demanda interna, consumo durable y formación bruta de capital fijo
 (como porcentaje del PIB en pesos del 2003; promedio móvil anual)



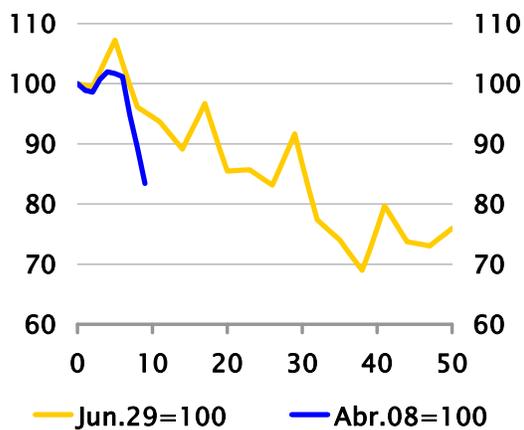
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6
Costo del crédito bancario en el exterior para residentes en Chile
 (porcentaje)

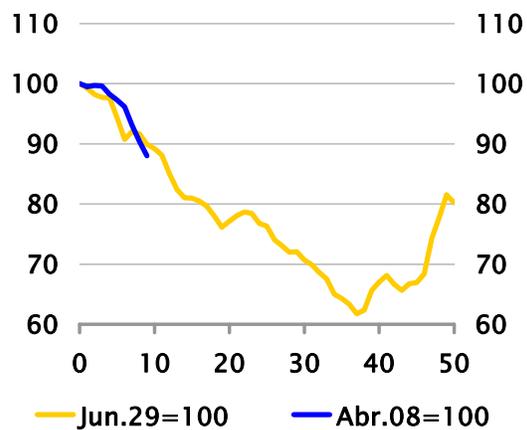


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7
Comercio y producción industrial en 1929 y en el 2008
 (índice, junio 1929 y abril 2008 = 100)



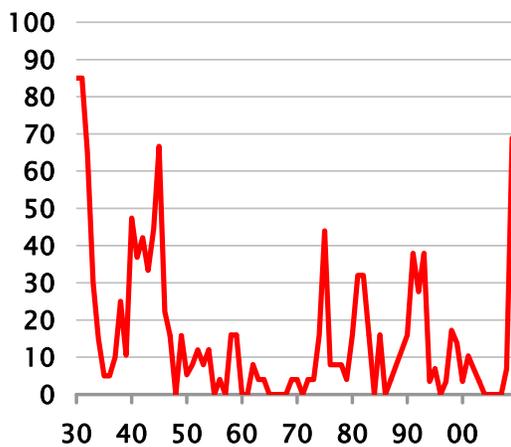
(a) Comercio mundial



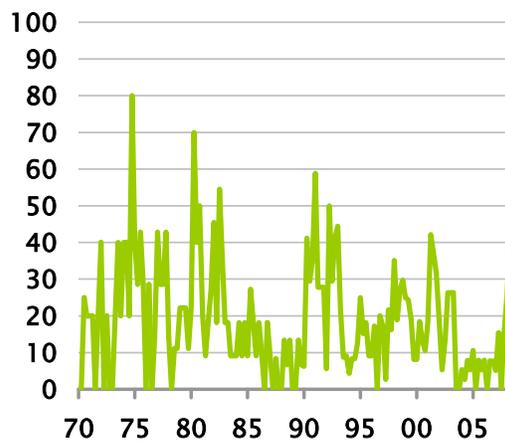
(b) Producción industrial mundial

Fuente: Eichengreen B. y K. O'Rourke (2009).

Gráfico 8
Evolución de la actividad económica
 (porcentaje)



(a) Porcentaje de economías con caída anual del PIB

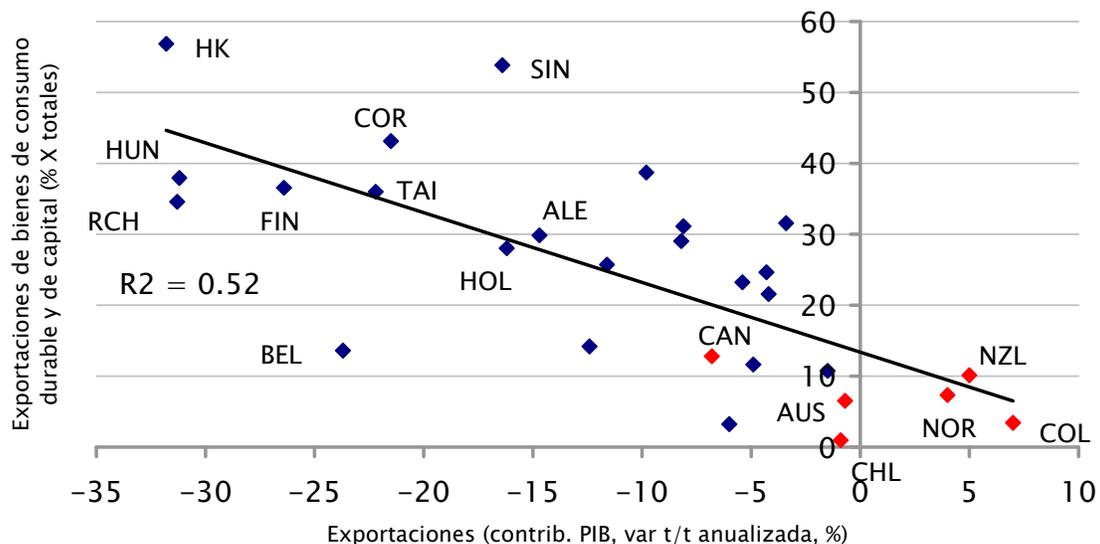


(b) Porcentaje de economías con caída trimestral del PIB

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 9

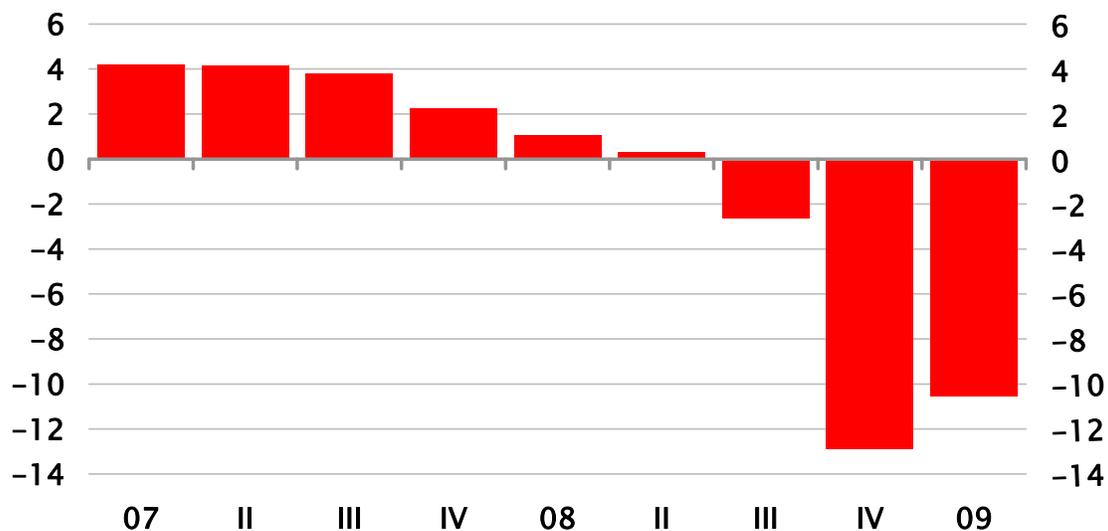
Participación de bienes de consumo durable y de capital en las exportaciones totales y contribución de las exportaciones al crecimiento trimestral del PIB en el cuarto trimestre del 2008



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

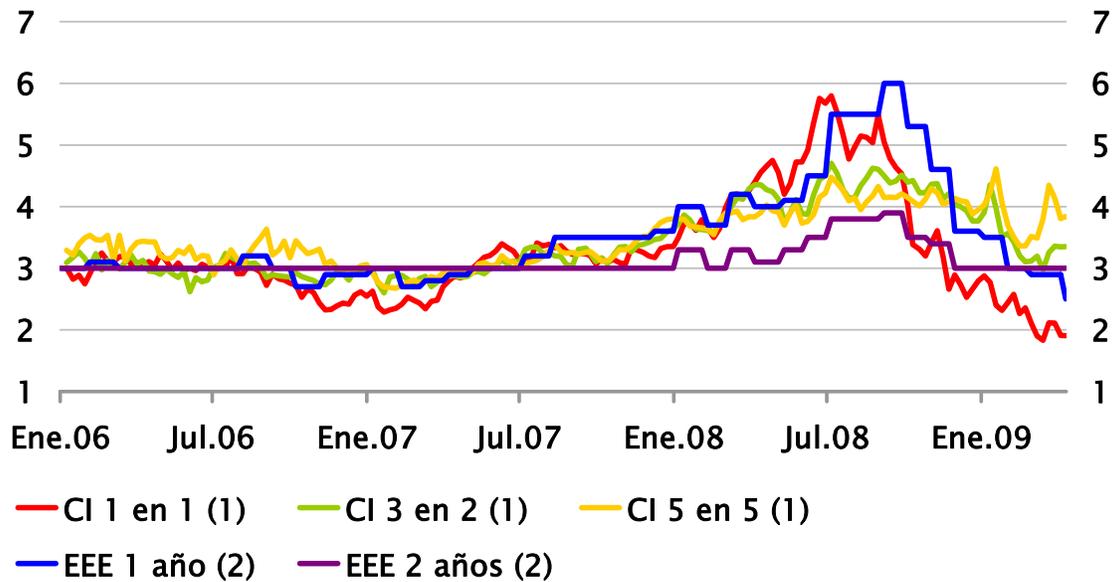
Encuesta de expectativas a productores (*)
(índice de difusión, pivote en 0; porcentaje)



(*) Corresponde al promedio de las respuesta para la encuestas PMI de EE.UU., Japón y Zona Euro y las encuestas a productores de Brasil, Chile, China y México.

Fuente: Bloomberg.

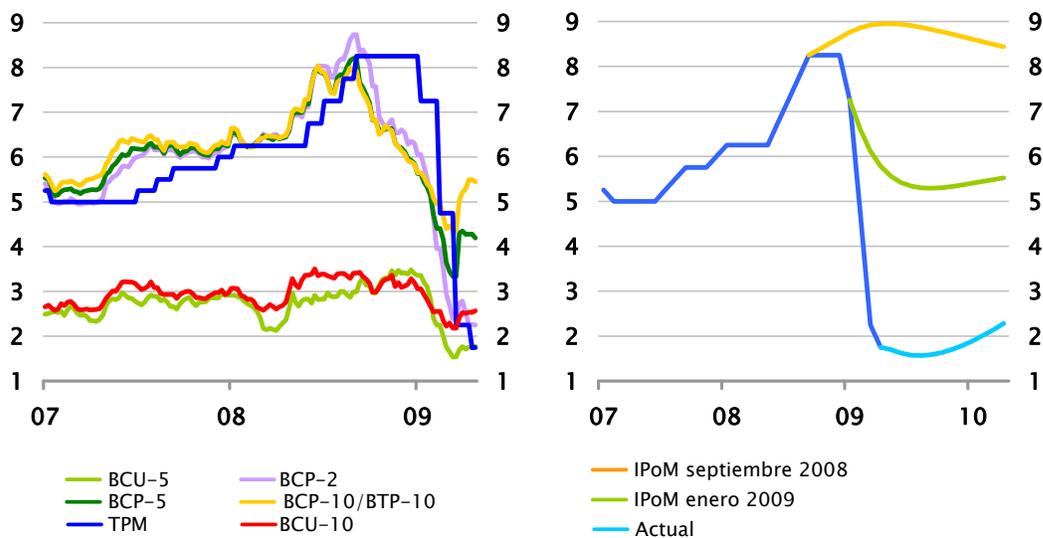
Gráfico 11
Expectativas de inflación
 (variación anual, porcentaje)



(1) Compensaciones inflacionarias (CI) basadas en instrumentos *forward*.
 (2) Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central (EEE).

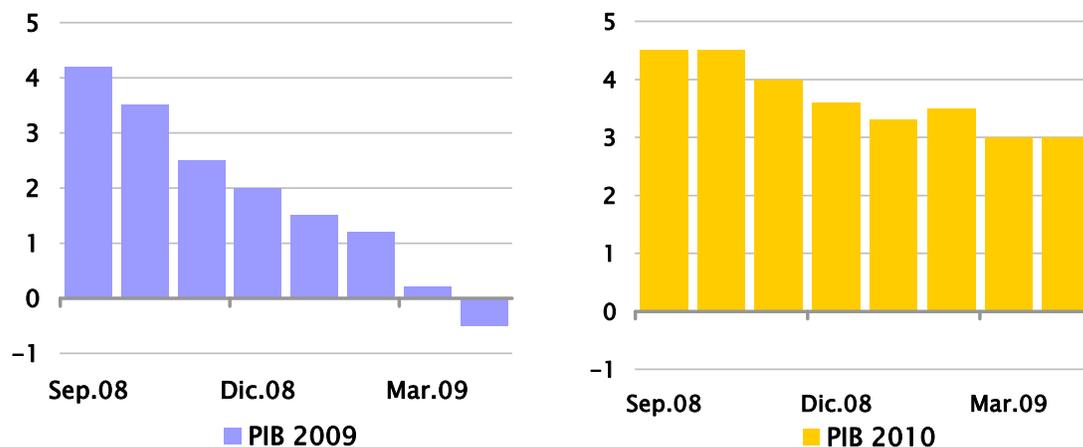
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12
TPM, Tasas de interés de instrumentos del BCCh y curva *Forward* (*)
 (porcentaje)



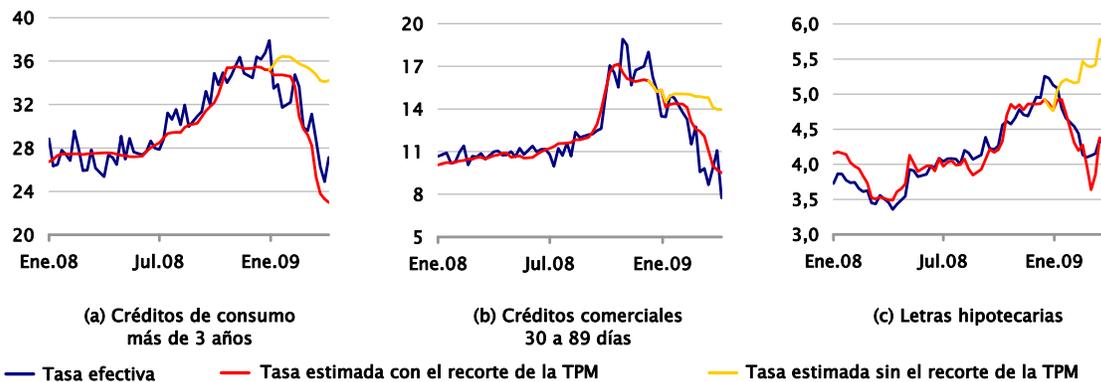
(*) Primera cifra en base a promedios semanales.
 Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13
Proyecciones de PIB 2009 y 2010: mediana de la EEE
 (variación real anual, porcentaje)



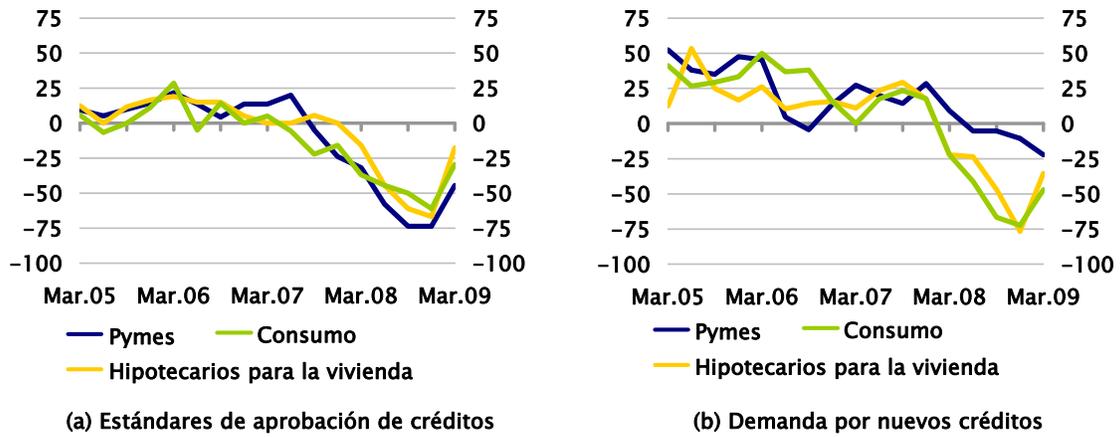
Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.

Gráfico 14
Tasas de colocación de mercado
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15
Encuesta trimestral sobre crédito bancario (*)
 (balance de respuestas, porcentaje)



(*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile, Encuesta sobre Créditos Bancarios.