PRESENTACIÓN DE LOS INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
14 de enero de 2009

Introducción

Sr. Presidente de la Comisión de Hacienda, senador Eduardo Frei, 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 hechos macroeconómicos y financieros recientes, de sus perspectivas y sus implicancias para la política monetaria. Todos ellos están contenidos en detalle en el *Informe de Política Monetaria* correspondiente a enero del 2009 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del 2008.

La publicación de estos informes se realiza en medio de la peor crisis económica-financiera mundial de la que se tenga registro en varias décadas. Con toda seguridad, ninguno de los aquí presentes hemos vivido una crisis internacional de esta magnitud. Todas las proyecciones, de organismos públicos y privados, coinciden en que este año el mundo tendrá un muy bajo crecimiento, como hace muchos años no se registraba. Algo que comenzó como una crisis financiera focalizada en el sector inmobiliario de los Estados Unidos se transmitió con fuerza inusitada a la economía mundial, mientras que las tensiones financieras en las principales economías desarrolladas tienen escasos precedentes en el último siglo.

Habrá mucho tiempo para estudiar qué errores de política económica, de los países desarrollados, condujeron a la situación actual. Pero ya se puede anticipar uno: el acelerado, opaco y poco saludable proceso de innovación financiera, que no fue acompañado por una adecuada regulación y supervisión del sistema financiero.

El recuerdo más cercano que tenemos de una crisis de gran envergadura en nuestro país es la de los años ochenta. Pero así como provocó graves daños, dejó varias lecciones. Una de ellas fue la construcción de un sistema financiero profundo y sólido, que, sometido a un duro estrés en esta coyuntura, ha sido capaz de absorber adecuadamente la crisis internacional. Además, en los momentos de máxima tensión que vivimos hace unos meses, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda respondieron con el propósito de mantener un funcionamiento ordenado del sistema financiero. Podemos decir que, aunque algunos indicadores se deterioren, como es de esperar en esta fase del ciclo económico, la estabilidad y solidez financiera se han preservado.

Desde el comienzo de la crisis internacional hemos sido enfáticos en señalar que nuestra economía no es ni será inmune a los acontecimientos externos. Los canales a través de los cuales el escenario global afectará el entorno económico en Chile son variados. Se espera que la crisis crediticia global y las tensiones financieras que ello implica perduren por algunos trimestres. El menor dinamismo de la demanda mundial repercutirá en las exportaciones chilenas, a lo que se suma el impacto sobre las decisiones de gasto de empresas y personas causado por la incertidumbre del escenario macroeconómico.

El marco de conducción de la política monetaria en Chile se basa en un esquema de metas de inflación flexible, cuyas desviaciones se esperan corregir en el curso de dos años. Esto requiere proyectar la evolución de la economía y permite revisar el curso de la política monetaria cuando cambian las circunstancias, pero, especialmente en la actual coyuntura, evaluar y ponderar los riesgos que se enfrentan. Precisamente, dado el drástico cambio del entorno macroeconómico, nuestra política monetaria se modificó significativamente respecto de lo que informamos al Honorable Senado en septiembre del 2008. Dijimos entonces que, en el escenario más probable, la Tasa de Política Monetaria —la TPM— subiría en unos 100 puntos base o más en el corto plazo. El cambio consistió en que a diferencia de lo anticipado, el Banco Central mantuvo la TPM por unos meses, luego se anunció un nítido sesgo a la baja, y una vez que se tuvo evidencia de una caída más rápida de la inflación, hemos iniciado un proceso de relajamiento de la política monetaria, reduciendo la TPM en 100 puntos base en nuestra Reunión de Política Monetaria del 8 de enero.

Tal como lo hemos señalado anteriormente, en la conducción de la política monetaria juega un papel central la evolución de las holguras de capacidad y, a través de ellas, la actividad económica, de modo que el logro de la estabilidad de precios también permite estabilizar el ciclo económico. Esto es especialmente adecuado en una coyuntura como la actual, donde las fuerzas que llevarán la inflación a la meta provienen de una fuerte desaceleración de la demanda agregada, en particular la de origen externo, y una significativa caída de las presiones de costos. La convergencia inflacionaria, que en nuestro Informe de Política Monetaria—el IPoM— de septiembre esperábamos fuera forzada por un incremento de la TPM, hoy proviene, con mayor fuerza que la anticipada, del escenario internacional. Por lo tanto, la política monetaria se debe acomodar a ello.

Más aún, dado el complejo panorama externo y la naturaleza de los riesgos, resulta prudente actuar con mayor agresividad que la habitual en el corto plazo. En tiempos normales, es deseable que la política monetaria actúe sobre la base de cambios graduales. Sin embargo, el aumento de la inflación que vimos a mediados del 2008 fue anormalmente elevado e inesperado y requirió de una respuesta significativa por parte de la política monetaria. Hoy, los tiempos tampoco son normales. La naturaleza de los riesgos y los *shocks* que están golpeando a la economía mundial y a la economía chilena requieren de respuestas de política excepcionales. Aunque tiene menor probabilidad de ocurrencia, necesitamos acotar los daños que se puedan provocar de materializarse una situación peor que la implícita en nuestro escenario base. No obstante, no debemos perder el horizonte de estabilidad de mediano plazo, ni hipotecar la calidad de las políticas, elementos necesarios para que estas mitiguen, y no incrementen, los riesgos que enfrentamos. Nuestro desafío es actuar oportunamente y en la dosis correcta.

El Escenario Macroeconómico Actual

Quisiera ahora delinear el escenario macroeconómico que consideramos más probable, sus implicancias y riesgos. A partir de agosto del 2007 y hasta mediados del 2008 la situación financiera global se caracterizó por un continuo deterioro en la cartera de importantes instituciones financieras internacionales —en buena medida por su exposición al sector inmobiliario— lo que debilitó su situación de capital. La incertidumbre sobre el valor real de los activos de aquellas instituciones y las extraordinarias necesidades de liquidez de la banca global derivaron en estrecheces significativas en los mercados. Ellas fueron abordadas con acciones bastante decididas por parte los bancos centrales de las principales economías del mundo. Así, hasta mediados del año pasado, el escenario más probable era de un problema financiero acotado, con impactos importantes en el crecimiento de algunos países, pero con efectos relativamente moderados a nivel mundial.

Una serie de eventos hizo que este panorama cambiara bruscamente a mediados de septiembre, al producirse una caída generalizada en la demanda por activos riesgosos, una fuga de recursos hacia activos líquidos y niveles inusualmente altos de volatilidad financiera (gráficos 1 y 2). Este pánico en los mercados, sin precedentes en las últimas décadas, tuvo su período de máxima tensión entre fines de septiembre y mediados de octubre, y solo se detuvo con una serie de anuncios de capitalización del sistema financiero, extensión de garantías a sus pasivos e inyecciones masivas y coordinadas de liquidez.

A diferencia de lo que se había observado hasta septiembre, el impacto de las turbulencias financieras en las economías emergentes se amplió y profundizó considerablemente, con aumentos significativos en los premios por riesgo y caídas en las bolsas. Con todo, aún siguen observándose grados importantes de diferenciación entre economías. Un primer elemento diferenciador son las necesidades de financiamiento y el espacio con que cuentan para realizar políticas contracíclicas, destacando varias economías, entre ellas Chile, que en los últimos años han tenido superávit de cuenta corriente y una posición fiscal sólida (gráfico 3). Resalta también la caída que muestran en los últimos meses las tasas nominales de los bonos del Banco Central y de la Tesorería General de la República, la que ha respondido al deterioro de las perspectivas económicas. Esto nos diferencia de lo ocurrido en otras economías latinoamericanas y europeas, donde el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros generó una salida de capitales y un aumento en las tasas de sus bonos de gobierno, limitando la capacidad de hacer política monetaria contracíclica (gráfico 4). Solo en lo más reciente han empezado a descender de niveles ya elevados.

Transcurridos algunos meses del episodio de máximo estrés, la situación de iliquidez en los mercados interbancarios desarrollados ha tendido a aliviarse y la volatilidad financiera se ha reducido. El foco de preocupación ha pasado desde garantizar la estabilidad financiera en las economías desarrolladas a evitar que las implicancias reales de la crisis mundial lleven a una recesión prolongada. El efecto en el crecimiento mundial ya se observa con fuerza. De acuerdo con el consenso de mercado, el mundo crecerá 1,2 por ciento este año, la tasa más baja desde 1982 (tabla 1). Medido a precios de mercado, habrá incluso una caída de la actividad global, lo que no se observaba desde la posguerra (gráfico 5). En este escenario, por ahora el más probable, la economía de Estados Unidos se contraerá por al menos cuatro trimestres consecutivos, mientras Europa y Japón tendrán una recesión algo

más prolongada. Hacia el 2010, con una situación crediticia global tendiendo a la normalidad, la economía mundial se recuperaría. El severo deterioro de las perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas ha provocado también una disminución en el crecimiento previsto de las economías emergentes.

El escenario de debilitamiento global ha impulsado una caída relevante en el precio de los productos básicos. Al final de la semana pasada, momento en que cerramos las proyecciones que hoy presentamos, el precio del petróleo se cotizaba en torno a 45 dólares el barril, comparados con los 110 dólares de septiembre. El precio del cobre era cercano a 140 centavos de dólar la libra, mientras en septiembre estaba en torno a 340 centavos de dólar la libra (gráfico 6). Los precios de los alimentos básicos, fuente importante de la alta inflación chilena y de varias otras economías, también han retrocedido, aunque en magnitudes bastante menores que en los dos primeros casos. El escenario base de proyecciones de este IPoM supone que el petróleo promediará 50 dólares por barril este año y 60 dólares por barril el 2010, mientras el cobre promediará 150 y 160 centavos de dólar la libra en iguales períodos.

El drástico cambio en el escenario económico mundial también trajo consigo el hecho que la inflación efectiva, así como las presiones inflacionarias, comenzaron a ceder con fuerza en varios países. Economías como Estados Unidos han visto como su tasa de inflación anual ha caído de casi 6 por ciento a mediados del 2008 a cerca de 1 por ciento en un lapso de pocos meses. La inflación chilena también ha comenzado a ceder. Otras economías, en las que probablemente se traspasaron con menos intensidad los incrementos de los precios internacionales de los productos básicos, hoy ven que sus inflaciones no ceden, pese al deterioro del escenario de crecimiento mundial (gráfico 7). En este nuevo escenario, un gran número de bancos centrales han reducido sus tasas de política monetaria, liderados por el mundo desarrollado donde este proceso se inició para limitar el daño de la crisis financiera y donde las perspectivas de crecimiento son claramente peores.

Internamente, las tensiones en los mercados externos se reflejaron en los períodos de estrechez que vivió el mercado monetario en pesos y en dólares a fines de septiembre y comienzos de octubre. Ello llevó a un alza importante de las tasas de captación de corto plazo en pesos, ampliando la brecha relevante respecto del nivel de la TPM. En este mismo período subieron considerablemente las tasas locales en dólares (gráfico 8). El Banco Central y el Ministerio de Hacienda adoptaron varias medidas para facilitar la provisión normal de liquidez en moneda nacional y extranjera, permitiendo que el mercado volviera a operar con normalidad, lo que restablece la capacidad de maniobra de la política monetaria (tabla 2).

Pese a la normalización de la liquidez en el mercado monetario local, la mayor percepción de riesgo de crédito en un entorno económico más débil y el encarecimiento y estrechamiento de las condiciones de financiamiento externo, han hecho que las condiciones bajo las cuales los bancos ofrecen crédito al público se hayan encarecido y vuelto más restrictivas. Las tasas de interés cobradas al público han subido de modo importante, con incrementos que van más allá de lo que podría esperarse dada la evolución de la TPM hasta septiembre pasado (gráfico 9).

Los efectos del estrechamiento en las condiciones crediticias internas, unidos a un deterioro de las expectativas de los agentes, han acentuado el ciclo de menor crecimiento del crédito que ya se percibía para los hogares desde hace un tiempo, haciendo que el crecimiento anual de su deuda total continúe desacelerándose. Al igual que en el Informe de Estabilidad Financiera —el IEF— publicado a mediados del 2008, la principal contribución a esta desaceleración proviene del crédito bancario de consumo. Los créditos de consumo no bancarios siguen creciendo a tasas elevadas, aunque menores que en períodos anteriores. La deuda hipotecaria total también se ha desacelerado. A pesar de estas tendencias, los indicadores globales de endeudamiento de los hogares muestran un leve aumento, aunque su nivel es significativamente menor que en aquellos países que han sido fuertemente afectados por la crisis global. El crecimiento anual de los créditos comerciales de la banca sigue en torno a 10% real por varios meses (gráfico 10).

Los efectos del drástico cambio en el escenario macroeconómico ya se observan en las cifras del sector real. Los datos del último trimestre del 2008 dan cuenta de una desaceleración relevante, más allá de la prevista en la Actualización de Proyecciones que publicamos en noviembre, en especial de los componentes del gasto más sensibles al crédito, como el consumo durable, en particular la venta de automóviles y viviendas nuevas y la acumulación de inventarios (gráfico 11). Por sectores, los mayores efectos se observan en algunos indicadores del comercio, la industria y la construcción. Así, se estima que el PIB cerró el 2008 con un crecimiento de 3,5 por ciento, cifra que está por debajo del rango de proyecciones de 4 a 4,5 por ciento que se consideró en noviembre, llevando a una ampliación de las holguras de capacidad.

Este año, el Consejo proyecta que la economía chilena crecerá en un rango entre 2 y 3 por ciento. Sobre la racionalidad que subyace a esta proyección para el crecimiento, se debe indicar que el uso de un rango refleja niveles de actividad que son congruentes con el conjunto de supuestos que se consideran para el escenario externo e interno, y particularmente respecto del impulso de las políticas económicas. El nivel de incertidumbre externa que se enfrenta es superior al que se observó en períodos previos, por lo que la probabilidad de que el crecimiento de la economía esté dentro del rango de un punto porcentual proyectado es menor que en otras ocasiones. Además, la posibilidad de escenarios alternativos más negativos es mayor, por lo que el balance de riesgos está sesgado a la baja. La materialización de escenarios de riesgo tiene, por supuesto, implicancias sobre la trayectoria efectiva de la inflación y de la política monetaria.

Con todo, el crecimiento proyectado en el escenario base para el 2009 se dará en un contexto en que la variación anual de la demanda interna será marcadamente menor que en años previos, con un bajo incremento del consumo y una caída en la inversión, que tendrá tasas de variación anual negativas por primera vez en nueve años. Pese a lo anterior, los niveles de inversión seguirán siendo elevados pero, debido al significativo impacto del menor precio del cobre en los ingresos cíclicos del Fisco y el ahorro público, el déficit en cuenta corriente tendrá una ampliación relevante, llegando a cifras del orden de 4,5 por ciento del PIB. En todo caso, el ajuste que se producirá este año en el crecimiento de las importaciones lleva a que, medido a precios de tendencia, el déficit en cuenta corriente sea menor de lo que se proyectaba con anterioridad y similar al déficit efectivo (tabla 3). El financiamiento del menor ahorro público provendrá de modo relevante de los recursos

fiscales del Fondo de Estabilización Económica y Social, tal como lo ha anunciado el Ministerio de Hacienda. Estas proyecciones consideran que no habrá mayores tensiones para el financiamiento externo de la economía chilena. Sin embargo, existen riesgos al respecto, como lo destaca el IEF, pero su eventual materialización podrá ser compensada por los elevados niveles acumulados de liquidez externa (gráfico 12).

La inflación mensual del IPC se ha reducido en los últimos meses, en especial por la fuerte caída en el precio de los combustibles (gráfico 13). Las medidas subyacentes y de tendencia también comienzan a mostrar tasas algo menores en el margen. En el escenario base, se prevé que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados durante el primer trimestre, descendiendo rápidamente hacia 3 por ciento en la segunda mitad del año. Luego fluctuará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, que en esta ocasión corresponde al promedio entre el último trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011 (tabla 4). Atendidos los posibles eventos alternativos, el escenario de riesgos para la inflación está balanceado. La inflación del IPCX1 tendrá un descenso inicial algo más lento que la inflación del IPC, en gran parte porque la propagación de la inflación impacta más en este índice y la caída en los precios de los combustibles no se refleja de modo directo en ella. Este escenario es coherente con las expectativas de mercado que han mostrado caídas relevantes desde septiembre a la fecha.

Detrás de la convergencia de la inflación a 3 por ciento existen varios supuestos. Por un lado, que las ya mencionadas holguras de capacidad reducirán las presiones inflacionarias. Por otro lado, el supuesto de trabajo de que, en el horizonte de proyección de dos años, el tipo de cambio real bajará de sus niveles actuales hacia valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Se suma el supuesto de que los costos laborales unitarios crecerán a tasas acordes con la meta de inflación. Contribuirá a este escenario el que los incrementos salariales futuros sean moderados, considerando como determinante fundamental la expectativa de que la inflación retornará a la meta en poco tiempo (gráfico 14).

Respecto de los riesgos financieros que enfrenta nuestra economía, destaca el grado de fortaleza con que las empresas registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros enfrentan la agudización de la crisis financiera internacional. A diferencia de lo que se ha visto en otras economías emergentes, estas mantienen una baja exposición cambiaria, destacando la ausencia de operaciones de derivados cambiarios de especulación (gráfico 15). También resalta favorablemente la mayor colocación de bonos corporativos en el mercado local durante los últimos meses, la que se ha constituido en una fuente de fondos alternativa al financiamiento externo y la banca local.

Pese al complejo panorama, los bancos y empresas chilenas no solo han renovado sino que también han seguido obteniendo nuevos créditos en el exterior, aunque esto ha sido a tasas más altas y plazos más cortos que en condiciones normales (gráfico 16). El flujo de inversión extranjera directa también se ha mantenido y no se observa una salida de capitales de portafolio. Así, una de las principales amenazas financieras que enfrenta Chile, el cierre del financiamiento externo, no se ha materializado. Más aún, inversionistas institucionales, así como empresas y personas, han retornado al país parte de los activos que mantenían en el exterior, contribuyendo a facilitar el ajuste de la economía al entorno financiero global.

Diversos indicadores muestran que la banca chilena es una de las más sólidas de la región. Dicha fortaleza se ha visto reflejada en su favorable trayectoria bursátil, en contraposición con la europea o la estadounidense. En Chile ha predominado un modelo de banca tradicional, con una orientación comercial, donde sobresale la ausencia de las vulnerabilidades observadas en el mundo desarrollado. La banca mantiene una baja exposición al riesgo cambiario y los antecedentes disponibles indican que presenta una exposición casi nula a las instituciones financieras internacionales que han tenido los problemas más serios. A pesar de su solidez, es prioritario para la banca mantener y expandir sus fuentes de financiamiento en el exterior, así como gestionar con especial atención sus posiciones de liquidez externa.

La banca ha continuado aumentando sus provisiones, a pesar de que la cartera vencida y castigada no muestran una aceleración. Esto constituye un importante resguardo para enfrentar un escenario de debilitamiento cíclico en que se pueda materializar un mayor riesgo de crédito de empresas y hogares. Pese al aumento de las provisiones, la banca en promedio mantiene niveles de rentabilidad similares a sus valores históricos. Además, el índice de adecuación del capital se mantiene en torno a 12 por ciento. Se debe destacar que, en un entorno de menor crecimiento económico, las decisiones de capitalización de la banca cobran mayor importancia, pues contribuyen al fortalecimiento de su capacidad de otorgar financiamiento a la economía y facilitan el financiamiento externo.

Más allá de todo lo anterior, la inflación anual sigue alta y los riesgos del escenario macroeconómico son significativos. A las dudas sobre el escenario externo y su efecto en la economía chilena, se agrega que no es posible descartar que, a pesar de la caída de los últimos meses, la inflación persista alta más tiempo del previsto, ni tampoco que caiga más rápido que lo anticipado. El Consejo inició un ciclo de relajación de la política monetaria en su Reunión del 8 de enero, decidiendo recortar la TPM en 100 puntos base. En el escenario base de proyecciones que hoy presentamos, este proceso continuará con una trayectoria que, en el corto plazo, considera una TPM algo menor a la que se deduce de los precios de los activos financieros del día siguiente a nuestra Reunión. Estas expectativas privadas consideran que la TPM estará entre 5,0 y 5,5 por ciento a mediados de año (gráfico 17). Como siempre, la magnitud de los próximos movimientos de la TPM estará vinculada a los riesgos para la convergencia a la meta de la inflación proyectada a dos años plazo.

Quisiera referirme a las implicancias del reciente anuncio de una expansión fiscal excepcional. Previo a entrar en ello, es importante reiterar que ninguno de los aquí presentes ha sido testigo, en su vida adulta, de una crisis económico-financiera internacional de la magnitud de la que enfrentamos hoy. Además, el riesgo de que la actividad mundial se deteriore más allá de lo esperado no es menor, y por lo tanto es prudente anticiparse a un escenario como ese, pues sus consecuencias podrían ser muy negativas sobre nuestra economía. La magnitud de los cambios en las proyecciones de crecimiento para las distintas regiones del mundo que se observan desde septiembre ha sido inédita, multiplicando en varias veces lo que se apreciaba en períodos previos (gráfico 18).

Los efectos de la crisis externa reducen de manera relevante la demanda por nuestros bienes y servicios y al mismo tiempo contienen las presiones inflacionarias. La sustancial caída de la demanda puede ser compensada, en parte, por la vía del estímulo fiscal y monetario,

limitando el impacto de la recesión internacional sobre la actividad interna. Mientras el estímulo fiscal tiene la capacidad de afectar la actividad en el corto plazo y hacerlo de manera focalizada, la expansión monetaria es más duradera en sus efectos y estimula la actividad privada de manera más neutral, aunque su impacto se hace sentir con un rezago algo mayor.

Para que la aplicación de las políticas fiscal y monetaria resulte sostenible, creíble y efectiva es primordial preservar ciertos principios básicos. La política fiscal debe mantenerse dentro de un contexto que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas, y al mismo tiempo tenga un impacto principalmente sobre el gasto agregado más que sobre el ahorro. La política monetaria debe seguir apuntando con firmeza a la estabilidad de precios como ancla del sistema, elemento clave para asegurar que los costos de la actual crisis internacional se mitiguen y no, simplemente, se posterguen y amplifiquen por la vía de introducir volatilidad y escaso impacto sobre la estructura de tasas.

Asimismo, es fundamental un monitoreo cuidadoso de los eventos, pues el panorama es muy volátil, y se debe estar dispuesto a cambiar la intensidad del estímulo macro según cómo evolucione la economía. Es muy positivo basar las políticas en reglas predecibles, pero al mismo tiempo es necesario ser flexibles en su aplicación y estar dispuestos a realizar cambios fuertes cuando las circunstancias lo ameriten.

No corresponde al Banco Central juzgar los detalles de los anuncios fiscales, porque es algo que debe ser discutido en este Congreso y en otras instancias. No obstante, sí podemos afirmar que se rige por sanos principios de manejo de política fiscal, dada la coyuntura externa, y sus implicancias están consideradas en las proyecciones que hoy les presentamos. Las proyecciones contenidas en este IPoM consideran que el crecimiento del 2009 será en parte determinado por el impulso del programa de estímulo fiscal anunciado a comienzos de enero, con un efecto que está en línea con la evaluación realizada por el Gobierno al momento de darlo a conocer. Por supuesto, en ausencia de dicho estímulo, la política monetaria debería moverse aún más en una dirección estimulativa, pero sus efectos serían más dilatados en el tiempo.

No somos inmunes a los acontecimientos externos, pero Chile nunca ha estado mejor preparado para enfrentar un crisis internacional. Hoy podemos aplicar políticas macroeconómicas de país estable. Históricamente, ante estos eventos era necesario realizar ajustes fiscales, pues había limitaciones al financiamiento del presupuesto. También era necesario restringir la política monetaria para evitar ajustes cambiarios que amenazaran la estabilidad financiera o de precios. Afortunadamente, el desarrollo de nuestras políticas macroeconómicas nos ha permitido dejar atrás dichos períodos y asegurar que ellas cumplan el rol para el cual han sido diseñadas.

Consideraciones Finales

Quisiera cerrar mi intervención con algunas reflexiones en torno al complejo momento económico al que nos enfrentamos. El deterioro en las condiciones financieras externas, así como la desaceleración mundial, tendrán un impacto relevante en la economía chilena. El cambio en las perspectivas macroeconómicas que contiene el *Informe de Política*

Monetaria que presentamos hoy es un claro reflejo de ello. Sin embargo, el análisis contenido en nuestro *Informe de Estabilidad Financiera* sugiere que el sistema financiero chileno está preparado para enfrentar este entorno externo más restrictivo, sin convertirse en una fuente adicional de riesgo o de volatilidad.

Es imposible, para nosotros o para cualquier otro país del mundo, no ser afectados por el descalabro financiero y la desaceleración económica mundial. La pregunta importante no es si nos afectará o no, sino cómo podemos mitigar su impacto. Existen hoy varias economías que, precisamente por la falta de prudencia en su manejo macroeconómico y financiero de los últimos años, o por actuar apresuradamente, tienen limitadas capacidades para usar políticas macroeconómicas que amortigüen los efectos de la crisis internacional.

Chile, en cambio, puede apelar hoy a los beneficios del esquema de políticas que ha construido gradualmente por ya más de veinte años y al sustento institucional en que ellas se desarrollan, con un marco de regulación prudencial, una sólida situación patrimonial de la banca y la solvencia y liquidez de la economía. Todos ellos deberían contribuir a mitigar el impacto tanto de condiciones financieras globales más restrictivas como de una significativa desaceleración mundial.

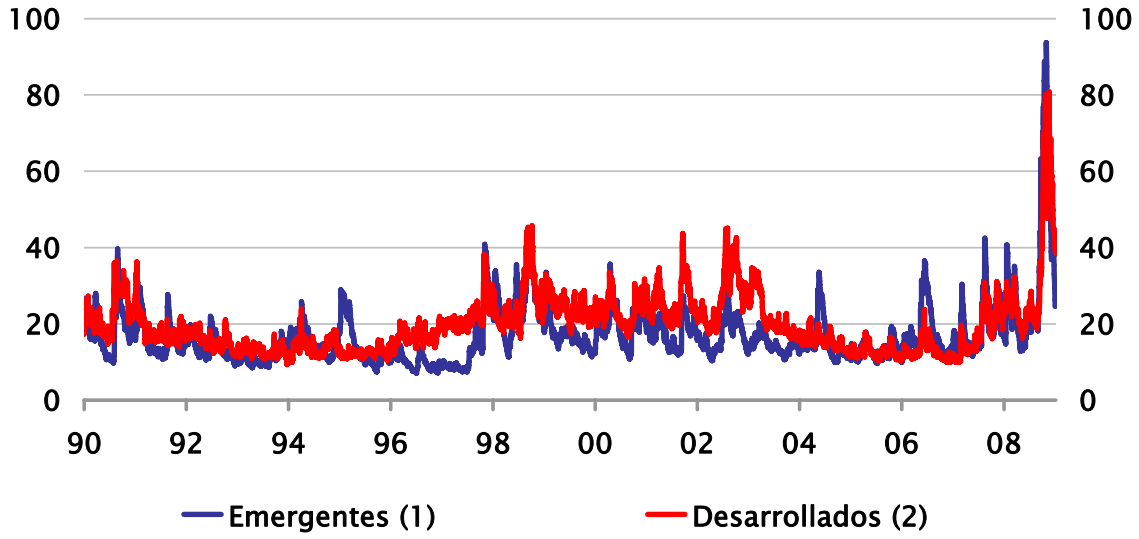
La historia nos ha enseñado que, enfrentados a una crisis tan severa como la actual, la mejor forma para retomar el crecimiento es con control inflacionario, fortaleza financiera y sostenibilidad fiscal. Estas son condiciones necesarias para que las políticas puedan ser contracíclicas y el tipo de cambio pueda fluctuar, permitiendo un ajuste más eficiente y posibilitándonos retomar el camino del desarrollo por el que Chile ha venido transitando. En el actual contexto financiero internacional, el Banco Central continuará con sus políticas activas de apoyo a la liquidez en moneda extranjera y en pesos a la banca local. Ello permitirá al sistema bancario continuar con su rol en la eficiente intermediación del crédito a empresas y hogares y traspasar adecuadamente la relajación de las condiciones financieras a los usuarios del crédito.

A nombre del Consejo del Banco Central, les reitero que seguiremos guiando la política monetaria con el propósito de que la inflación converja a 3 por ciento en un horizonte de dos años. Debo destacar que el Consejo no permitirá que perdure una inflación alta, porque ello dificultaría la conducción de la política monetaria y reduciría su eficacia. No debemos olvidar que la inflación aún es elevada. Lograr su reducción hacia la meta es fundamental para proveer un alivio a todos los chilenos que enfrentamos excesivas alzas de los precios a las que el país se había desacostumbrado y que, si bien fueron originadas por *shocks* provenientes del exterior, tuvieron un impacto importante en nuestra vida diaria, en particular la de los más pobres.

Quiero reiterar en esta sesión de la Honorable Comisión de Hacienda que aunque no podemos pretender aislarnos de lo que ocurre en el mundo, podemos protegernos de sus efectos. Es eso lo que estamos y lo que seguiremos haciendo.

Muchas gracias.

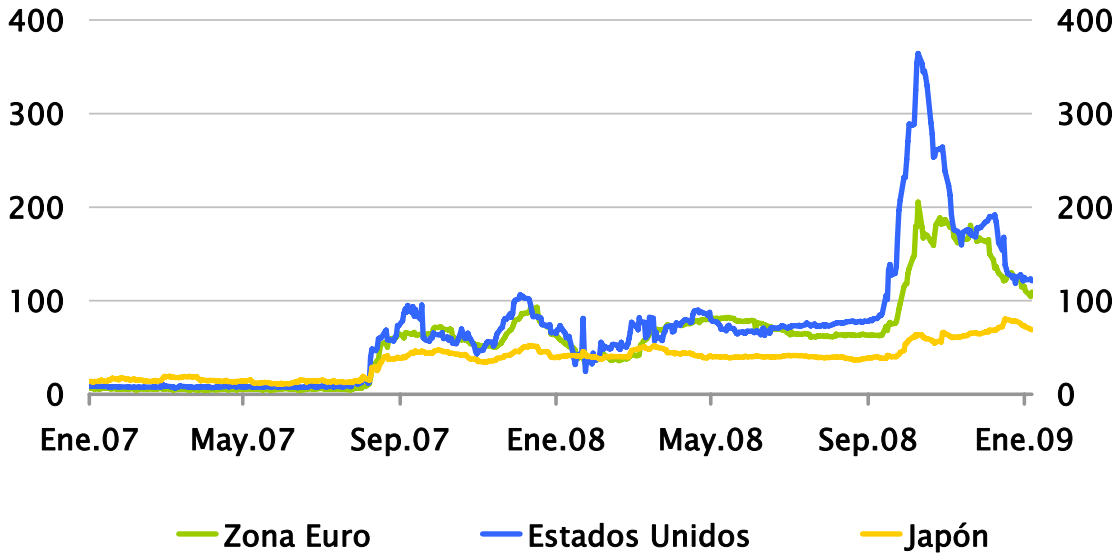
Gráfico 1
Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)



(1) Corresponde a estimaciones de la volatilidad histórica del índice MSCI, denominados en dólares.
(2) Corresponde al índice de volatilidad del SP500 de EE.UU. (VIX).

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

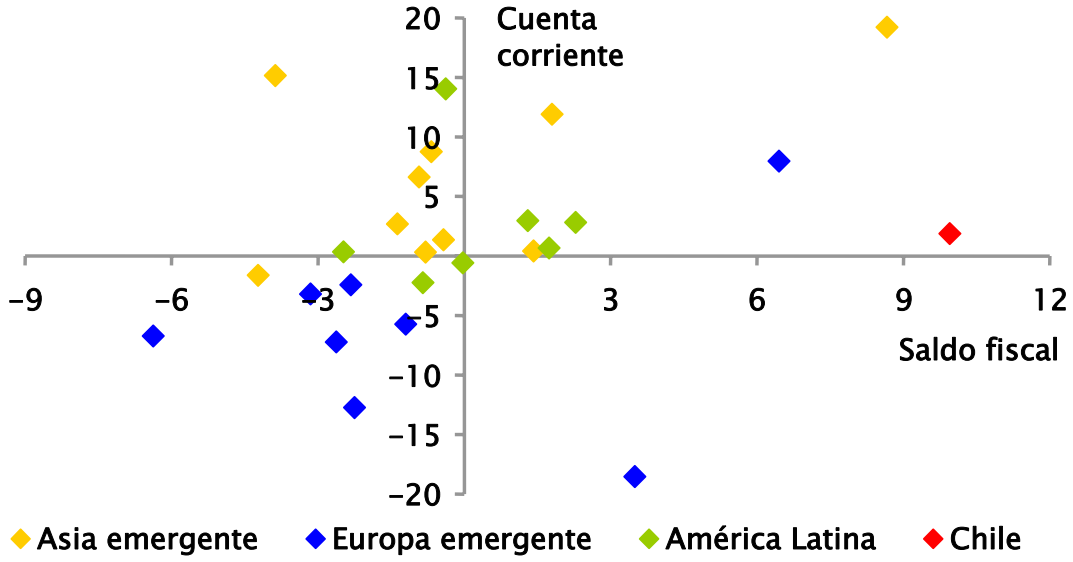
Gráfico 2
Condiciones de liquidez del mercado interbancario a tres meses (*)
(puntos base)



(*) *Spread* entre la tasa libo y la tasa de los *Overnight Index Swap.*

Fuente: Bloomberg.

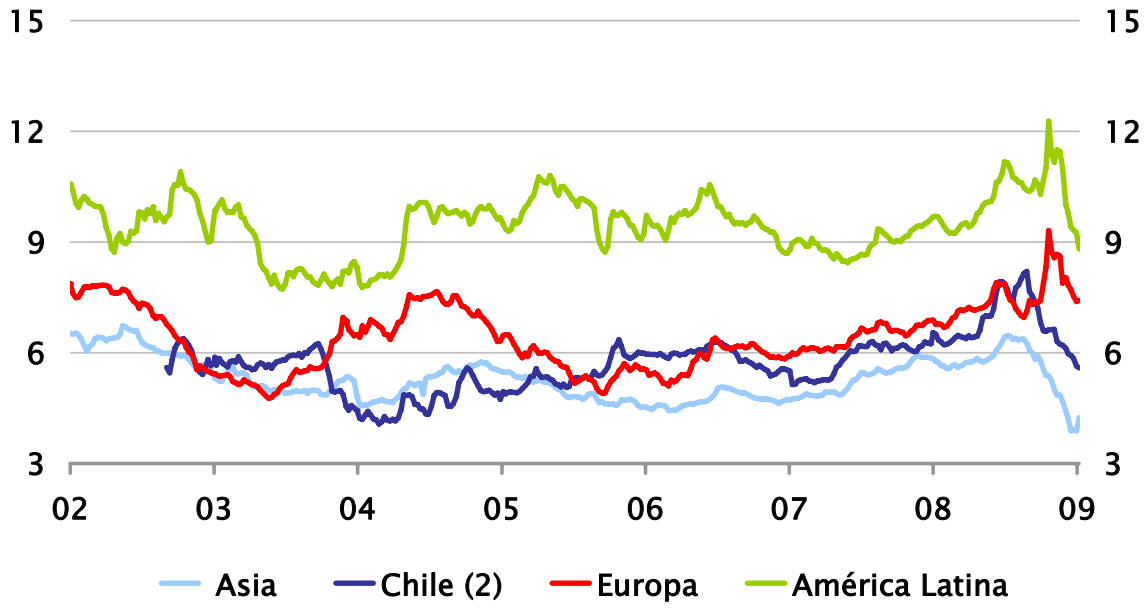
Gráfico 3
Saldo en cuenta corriente y balance del sector público (*)
(promedio 2005-2008, porcentaje del PIB)



(*) Proyecciones para el 2008.

Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico 4
Tasas de interés de largo plazo en economías emergentes (1)
(promedio semanal, porcentaje)



(1) Corresponde al Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) de JP Morgan Chase.
(2) Corresponde a la tasa del BCP-5.

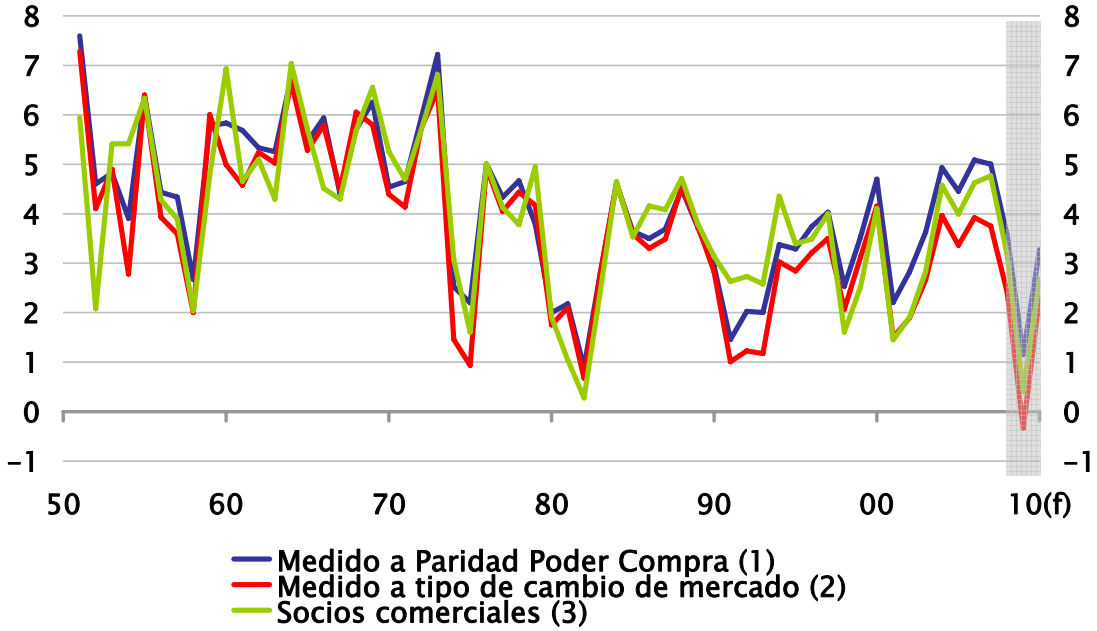
Fuentes: Banco Central de Chile y JP Morgan Chase.

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

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007 (e)	2008 (f) IPoM Sep.08	2008 (f) IPoM Ene.09	2009 (f) IPoM Sep.08	2009 (f) IPoM Ene.09	2010 (f) IPoM Sep.08	2010 (f) IPoM Ene.09
Mundial	2,9	3,8	5,0	4,0	3,6	3,7	1,2	4,4	3,3
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,8	2,8	2,4	2,5	-0,3	3,4	2,3
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,6	1,2	1,0	-1,8	2,8	2,0
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	1,2	0,9	0,4	-1,9	1,9	1,0
Japón	1,5	1,6	2,4	0,8	-0,1	0,8	-2,4	2,0	1,2
China	10,0	9,4	11,9	9,9	9,2	9,0	7,5	8,9	8,0
Resto Asia	5,5	4,8	5,8	4,6	4,0	5,0	1,2	5,2	3,2
América Latina	2,7	3,0	5,6	4,3	4,7	3,8	1,2	4,2	2,7
Exp. prod. básicos	2,7	3,1	3,3	1,6	1,2	2,2	0,2	2,9	1,8
Socios comerciales	3,1	3,1	4,8	3,5	3,2	3,1	0,4	3,8	2,7

(*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2008).
(e) Estimación; (f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, *Consensus Forecast* y FMI.

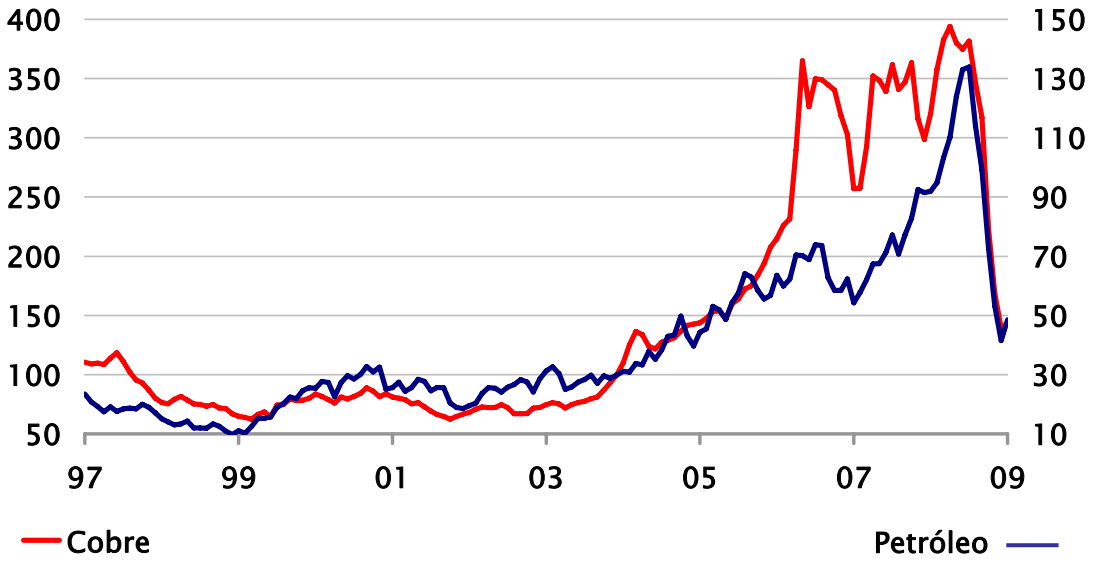
Gráfico 5
Crecimiento mundial
(variación real anual, porcentaje)



(f) Proyección.
(1) Entre 1950 y 1980, considera ponderadores a PPC de 1980. Desde 1980 en adelante considera ponderadores del 2008.
(2) Entre 1950 y 1970, considera ponderadores a tipo de cambio de mercado de 1970. Desde 1970 en adelante considera ponderadores del 2008.
(3) Entre 1950 y 1970, considera ponderadores de socios comerciales de 1970. Desde 1970 en adelante considera ponderadores del 2008.

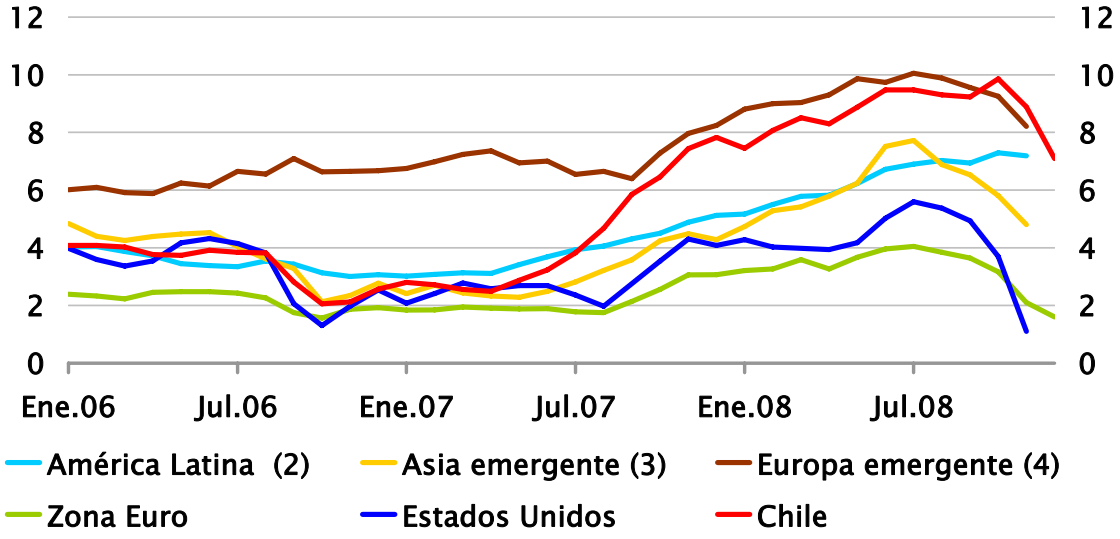
Fuente: Banco Central de Chile en base a Banco Mundial, Eurostat, FMI y Penn World Tables.

Gráfico 6
Precio del cobre y del petróleo
(centavos de dólar la libra BML; dólares por barril WTI)



Fuente: Bloomberg.

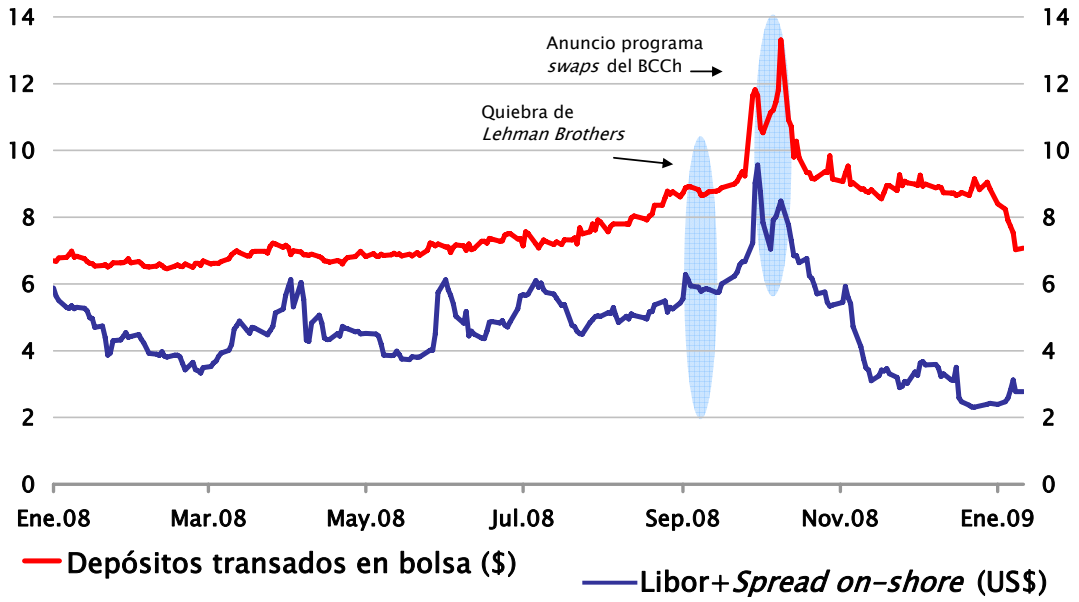
Gráfico 7
Inflación IPC por áreas económicas (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países considerados en cada región.
(2) Considera Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
(3) Considera China, Corea, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
(4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Banco Central de Chile en base a CEIC Data.

Gráfico 8
Tasas en dólares y en pesos a 90 días en el mercado local
(porcentaje)



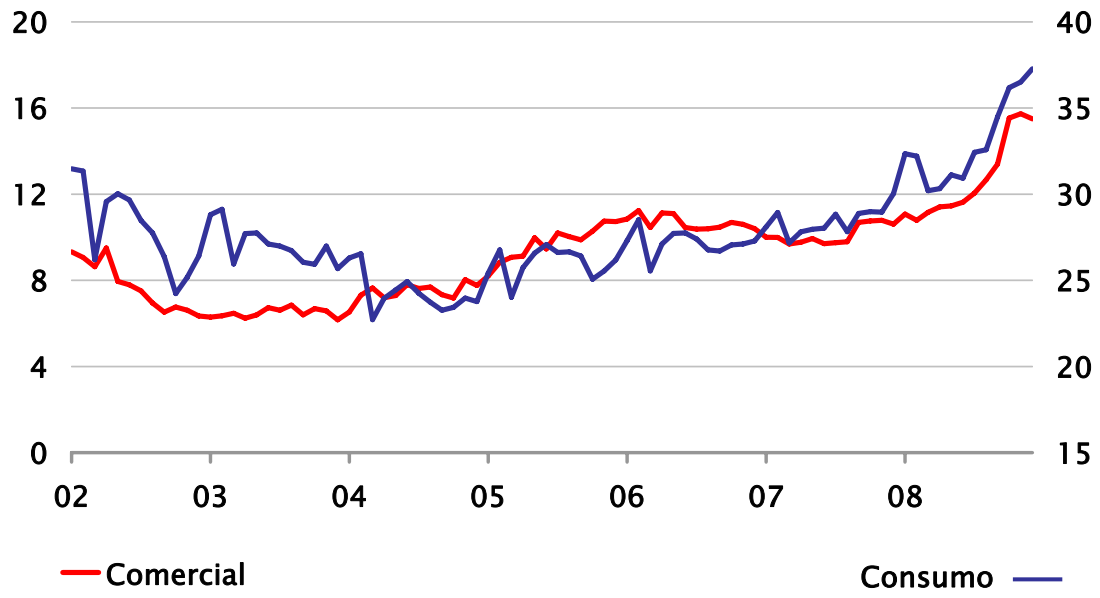
Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2
Medidas adoptadas por el Banco Central

- El 29 de septiembre, dio término al programa de acumulación de reservas y anunció la oferta de liquidez en pesos y dólares a través repos y *swaps*.
- El 10 de octubre, anunció la ampliación de los colaterales elegibles y la extensión de uno a seis meses del programa de compras *swap* de dólares.
- El 3 de diciembre, para proveer liquidez a plazos mayores y garantizar al mercado su disponibilidad, amplió el plazo de las licitaciones de compra de *swaps* de divisas desde 60 y 90 días a 180.

- El 10 de diciembre, comunicó la extensión de la vigencia del programa de repos y *swaps* a todo el 2009, la provisión de liquidez en base a líneas de créditos con garantía prendaria que incluye entre otros títulos, bonos emitidos por el Fisco y depósitos a plazos bancarios como garantías elegibles.

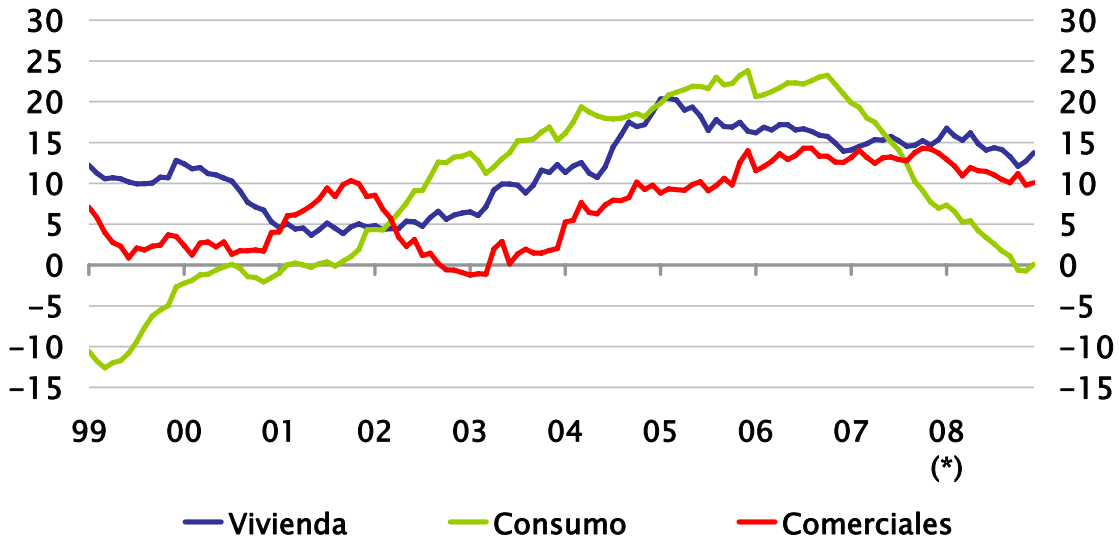
Gráfico 9
Tasas de interés de colocación (*)
(porcentaje)



(*) Tasa de interés promedio ponderada.

Fuente: Banco Central de Chile.

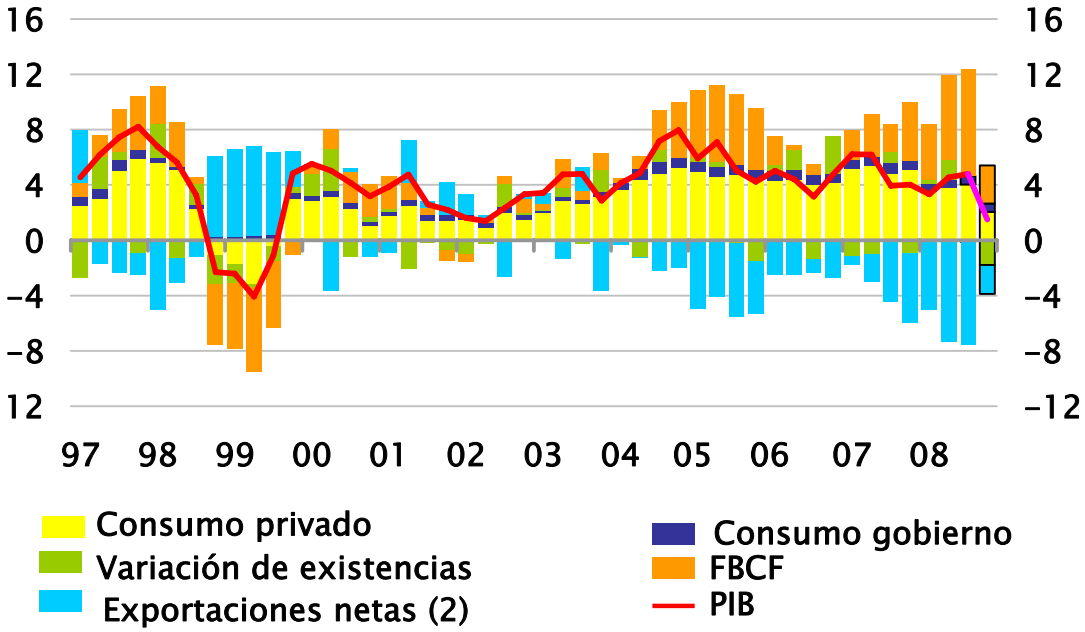
Gráfico 10
Crecimiento real de las colocaciones
(variación anual, porcentaje)



(*) Datos de diciembre son preliminares.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico 11
Contribución al crecimiento del PIB (1)
(variación real anual, puntos porcentuales)



(1) Datos publicados el 24 de noviembre de 2008. Datos 2008.IV proyectados.
(2) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

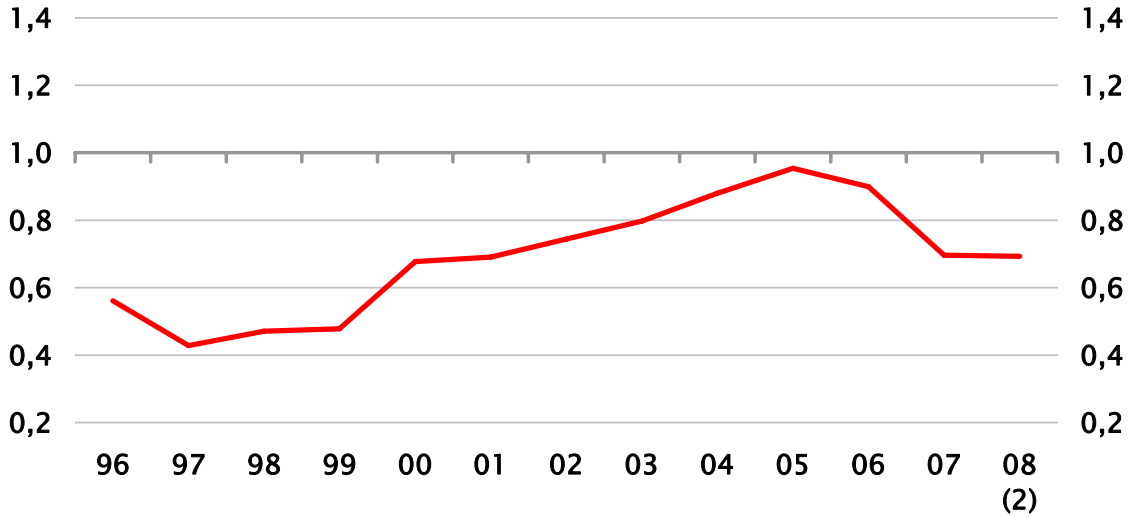
Tabla 3
Crecimiento económico y cuenta corriente
(variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (e)	2009 (f)
PIB	4,3	5,1	3,5	2,0–3,0
Ingreso nacional	6,7	7,8	3,9	0,0
Demanda interna	6,4	7,8	8,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,9	-4,5
Consumo total	6,4	7,4	5,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	1,8	2,1
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	13,4	-1,7
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-2,6	-4,6

(e) Estimación.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12
Deuda externa bruta de corto plazo residual/activos en moneda extranjera (1)

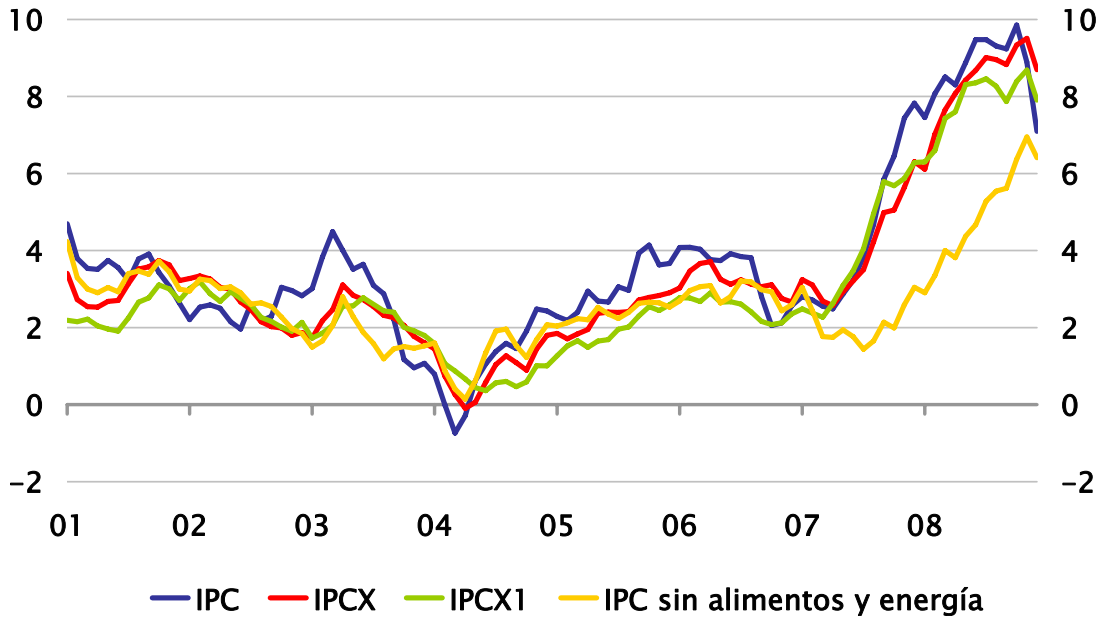
(ratio)



(1) Corresponde a las reservas internacionales netas (RIN) y los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES).
(2) Noviembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)



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

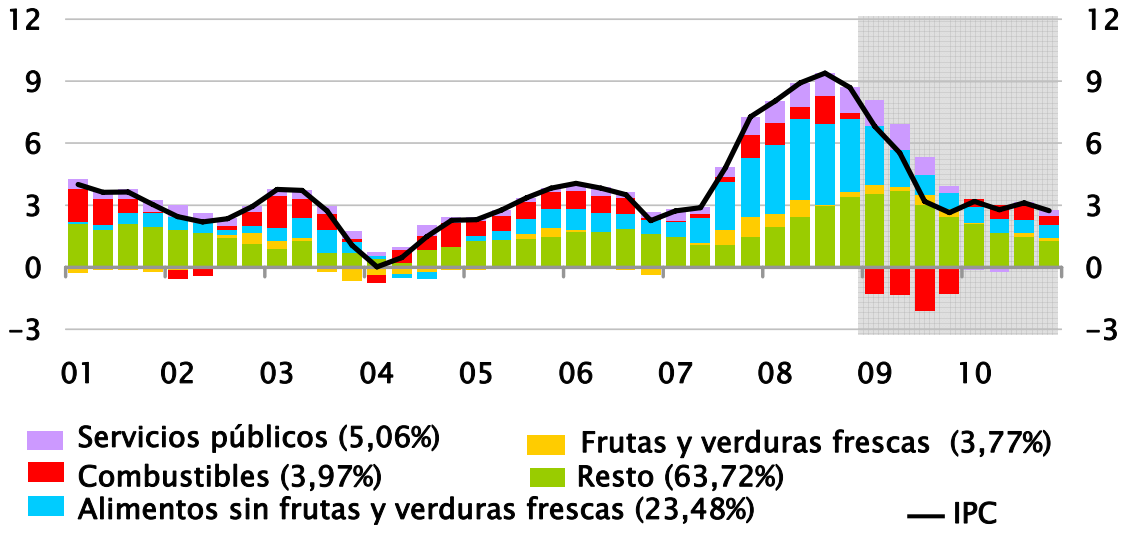
Tabla 4
Inflación
(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.
(*) Corresponde a la inflación proyectada entre el cuarto trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

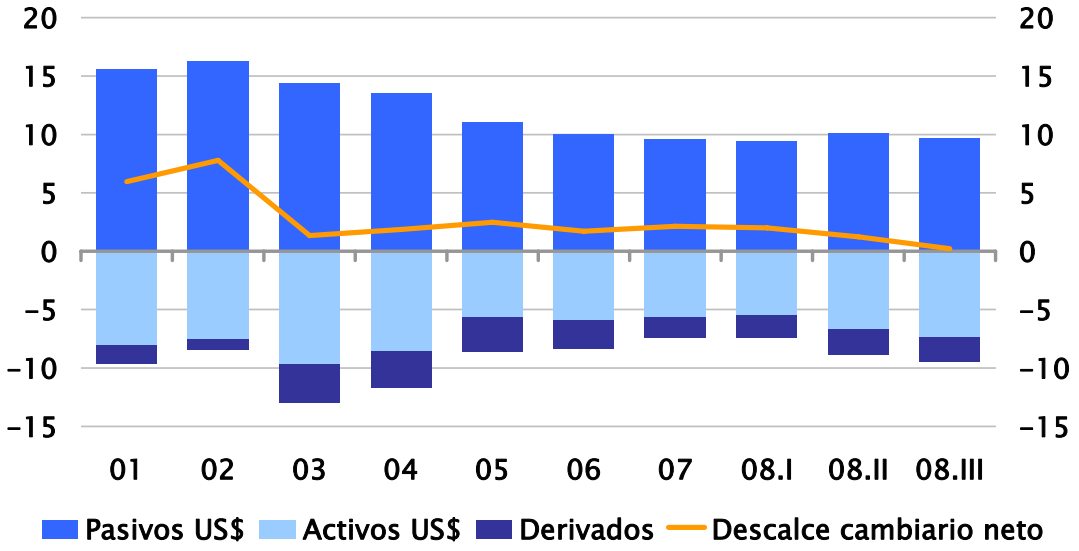
Gráfico 14
Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del primer trimestre del 2009, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

Fuente: Banco Central de Chile.

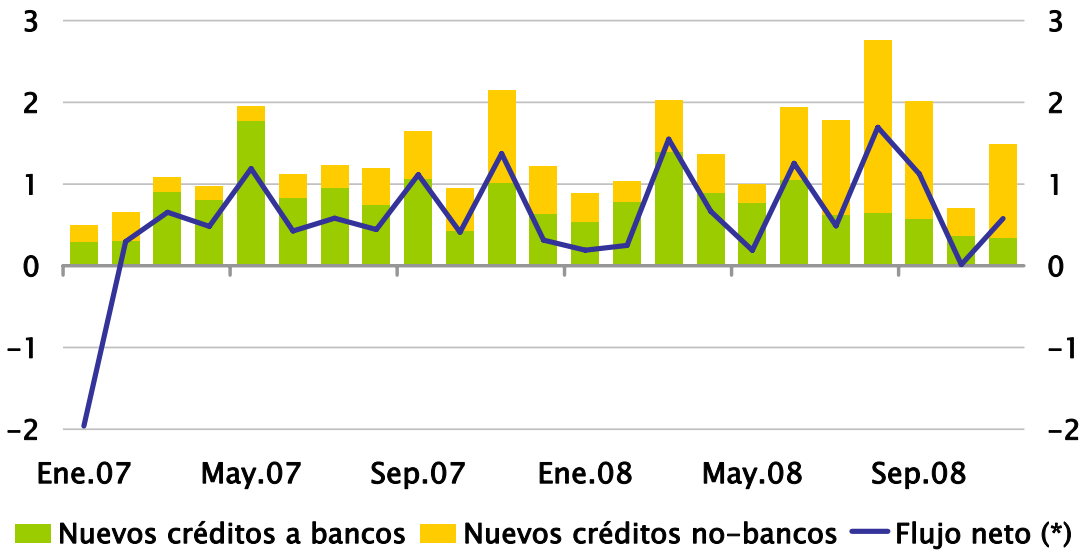
Gráfico 15
Descomposición del descalce cambiario en empresas (*)
(porcentaje de los activos totales)



(*) Cálculos sobre el promedio ponderado para empresas registradas en la SVS.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Valores y Seguros.

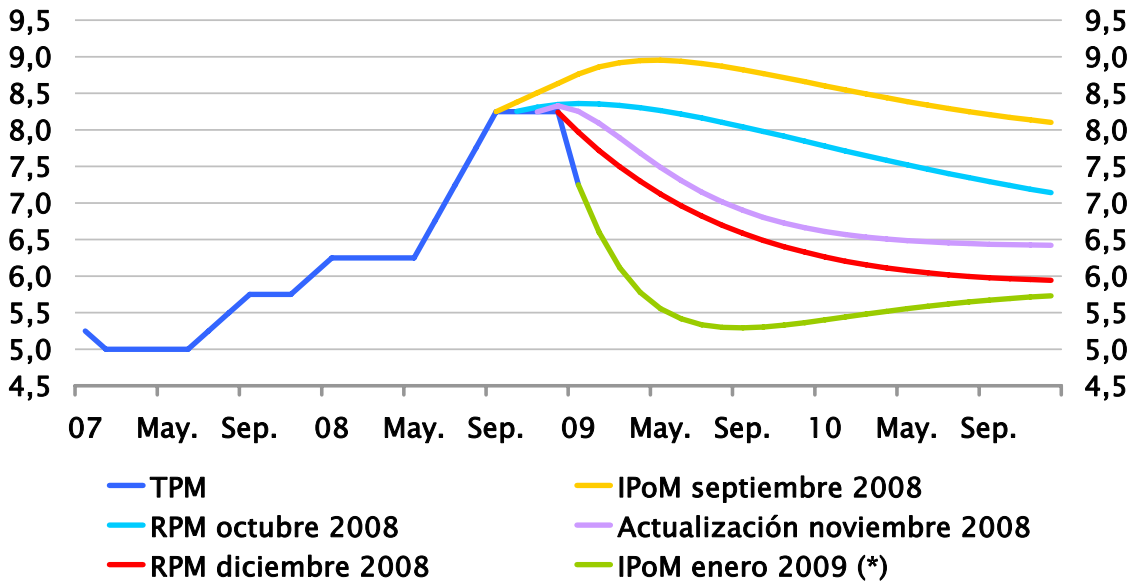
Gráfico 16
Flujos de préstamos externos a residentes
(miles de millones de dólares)



(*) Descuenta del total de nuevos préstamos las amortizaciones realizadas por bancos y no-bancos.

Fuente: Banco Central de Chile.

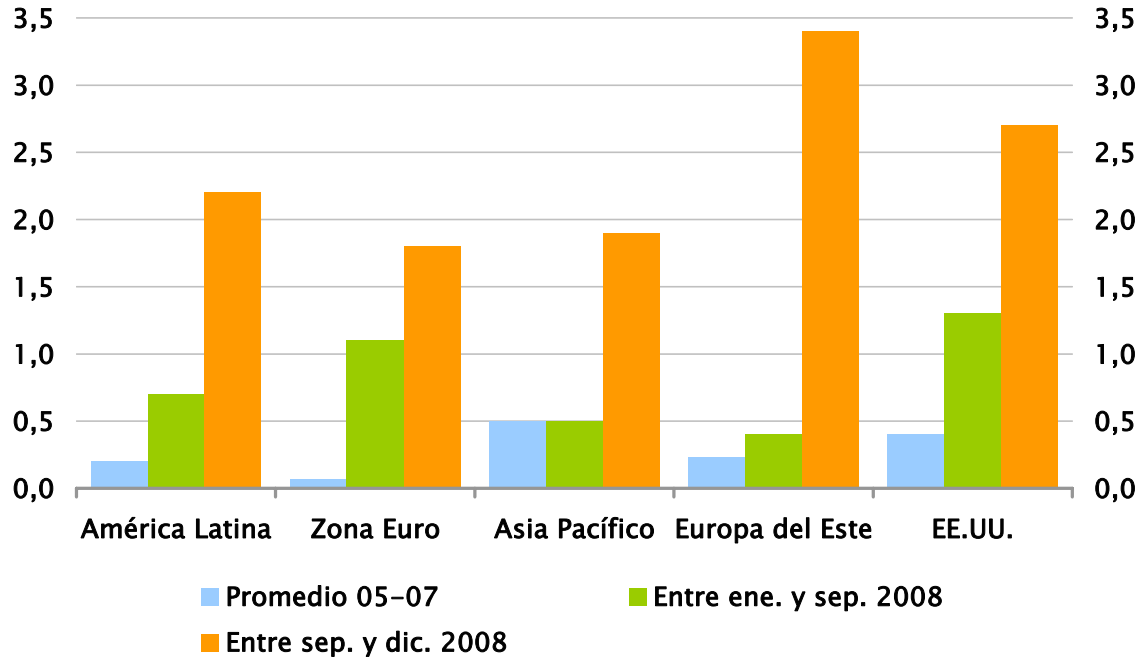
Gráfico 17
Tasa de política monetaria y curva *forward*
(porcentaje)



(*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros del 9 de enero.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 18
Cambio en la proyección de crecimiento (*)
(valor absoluto; puntos porcentuales)



(*) Corresponde al cambio en las proyecciones para el año calendario siguiente.

Fuente: Consensus Forecast de las fechas indicadas.