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
6 de abril de 2010

Introducción

Sra. Presidenta de la Comisión de Hacienda, senadora Evelyn Matthei, y señores senadores.

Agradezco la invitación extendida por esta Comisión al Consejo del Banco Central de Chile para presentar nuestra visión de los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria contenidas en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de marzo del 2010.

En los últimos años, la economía chilena y las políticas macroeconómicas han estado sujetas a inéditas tensiones. Primero, sufrimos las consecuencias de un *shock* inflacionario de grandes proporciones, causado por los elevados aumentos de los precios de los alimentos y la energía. Sus repercusiones en la economía chilena fueron significativas y costosas. En un país donde el flagelo de la inflación se había extinguido, la población sufrió nuevamente los rigores de los aumentos de precios. Las características estructurales de nuestra economía, pequeña, abierta y de mercado, con pocas distorsiones en los mecanismos de determinación de precios, contribuyeron decisivamente a que el *shock* de precios internacionales se transmitiera con particular fuerza a los precios internos. Estas mismas características también contribuyeron en el comienzo del significativo proceso de caída de la inflación que observamos a partir de fines del 2008.

Cuando nuestra política monetaria luchaba arduamente para contener la propagación del *shock* inflacionario hacia otros precios, sobrevino la crisis financiera internacional, la peor desde la Gran Depresión de los años treinta. La abrupta caída de la demanda, gatillada de manera importante por una crisis de confianza y un aumento inédito de la volatilidad e incertidumbre, causó una severa desaceleración de la economía mundial y de Chile, que fue especialmente notoria en el último trimestre del 2008 y los primeros cuatro meses del 2009. La caída de la actividad en ese período fue determinante en la recesión que vivimos el año pasado.

Las políticas macroeconómicas reaccionaron con fuerza. Sin embargo, poco podían hacer para contrarrestar los efectos inmediatos de este fenómeno, no solo por los rezagos con que operan, sino que especialmente por lo repentino del desplome de la demanda. No obstante, tal como lo hemos venido afirmando hace tiempo, una política monetaria

basada en un esquema de metas de inflación flexible —que permite acomodar los *shocks* en un período razonable de tiempo—, un tipo de cambio flotante, un sistema financiero sólido y una política fiscal que ahorró durante la bonanza fueron claves para permitir una recuperación rápida y sostenible de la economía. Nuestro esquema de políticas macroeconómicas permitió implementar un impulso inédito, que ha tenido importantes efectos positivos sobre la actividad, en un contexto de presiones inflacionarias contenidas.

La recuperación de la economía nacional comenzó a observarse desde mediados del segundo trimestre del 2009. Ya en el segundo semestre del año pasado, creció a una velocidad del orden de 6 por ciento anualizado. De hecho, desde septiembre pasado veníamos planteando que el crecimiento para el 2010 se ubicaría en torno a 5 por ciento. Las cifras del período previo al 27 de febrero —como se muestra en un recuadro de este Informe—, indicaban que el punto medio del rango de crecimiento de la economía podría haber estado más cerca de 6 que de 5 por ciento. Comparado con nuestros socios comerciales o con el crecimiento promedio proyectado para América Latina, esta cifra es superior en alrededor de dos puntos porcentuales. La política monetaria expansiva ha jugado un papel central en el favorable desempeño de la actividad.

No obstante, nuestro país nuevamente se vio golpeado por un *shock*. El 27 de febrero sufrimos un desastre natural de grandes proporciones que azotó con fuerza al país, dejando un lamentable saldo de vidas humanas, heridos y cuantiosos daños materiales. Aunque las perspectivas de progreso de nuestro país no se han visto comprometidas, este nuevo escenario impone importantes desafíos en todos los ámbitos de la vida nacional, incluida la conducción de la política monetaria.

La reacción inmediata de la economía ante un desastre natural es altamente incierta. La evidencia histórica de la que disponemos tampoco es amplia, debido a que estos eventos son, afortunadamente, excepcionales. Por esto, la evaluación que se realice de los datos habituales de la coyuntura económica que se van conociendo con posterioridad a la catástrofe, debe hacerse con extremo cuidado. De hecho, los registros de actividad de marzo y abril darán cuenta de un magro desempeño.

Hacia el mediano plazo, la reacción de la economía ante un desastre natural es algo más clara. Conceptualmente, este puede entenderse como un *shock* de oferta, por cuanto destruye parte de la capacidad productiva de la economía y reduce el nivel de producto que esta puede generar. Dejando todo lo demás constante, este hecho provoca un cierre de las brechas de capacidad y mayores presiones inflacionarias. Es necesario contener estas mayores presiones, para que no resulten en aumentos que lleven la inflación por sobre la meta de 3 por ciento en un horizonte de dos años. La virtud de nuestro esquema de política monetaria es que se basa en la obtención del objetivo en un horizonte de mediano plazo, lo que permite hacer ajustes en el estímulo monetario manteniendo un vigor sostenible de la economía durante la reconstrucción. Conducir este proceso adecuadamente es el desafío que enfrentamos y el contexto en que se enmarca el análisis contenido en este IPoM.

En lo que sigue, describiré los eventos económicos y financieros más recientes, nuestra evaluación preliminar del efecto del terremoto y maremoto sobre las perspectivas y riesgos que enfrenta nuestra economía, y la forma en que se producirá la convergencia de la inflación al tres por ciento anual en el horizonte de dos años.

Escenario macroeconómico

Como ya lo he planteado, el escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha sufrido cambios importantes desde el *Informe de Política Monetaria* de diciembre. Entre una gran suma de novedades, dos elementos destacan por sobre el resto. Indudablemente, que el más significativo es el terremoto y maremoto que tienen implicancias sobre el crecimiento y la inflación, tanto en lo inmediato como a mediano plazo. Además, previo a este lamentable suceso, el primer cierre anual de las Cuentas Nacionales para el 2009 y los datos coyunturales de los que disponíamos daban cuenta de una actividad y demanda interna que crecían a un ritmo superior al previsto.

Permítanme mostrarles con algo de mayor detalle ambos antecedentes. Los datos acumulados desde el cierre estadístico del IPoM de diciembre apuntaban a que la tendencia de recuperación de la actividad y la demanda interna prevista no solo se materializaba, sino que además lo hacía a una velocidad mayor que la esperada. El PIB cayó 1,5 por ciento en el 2009, cifra menor que la caída de 1,9 por ciento estimada en diciembre. En el cuarto trimestre, de hecho, aumentó 2,1 por ciento anual. Estas cifras mostraron una recuperación más rápida de los sectores mayormente ligados a la demanda interna, en particular la industria y el comercio. Como señalé, en el segundo semestre del año la economía creció a una velocidad anualizada del orden de 6 por ciento, lo que implicó una brecha de capacidad menos abierta que lo estimado en diciembre (gráfico 1). La demanda interna también cayó menos que lo proyectado en diciembre. Los datos del último trimestre del 2009 destacaron por la evolución del consumo y de la inversión en maquinaria y equipos. A su vez, las existencias, en el año en su conjunto, tuvieron una desacumulación menor que la estimada previamente.

La información del período previo al terremoto y maremoto señalaba una prolongación del mayor dinamismo de la actividad y la demanda interna. Los indicadores de ventas mostraban una tendencia al alza, a lo que se sumaban expectativas empresariales y de consumidores en niveles optimistas (gráfico2). El mercado laboral también mostraba una recuperación, con un incremento del empleo y una recomposición por tipo de ocupación.

Las condiciones financieras internas comenzaron a mostrar una progresiva mayor normalidad, con colocaciones aumentando mes a mes, tasas de interés en niveles bajos y condiciones crediticias que, al cuarto trimestre del 2009, indicaron una mayor expansividad respecto del trimestre anterior (gráfico 3).

El valor del peso ha tenido fluctuaciones bastante relevantes desde diciembre a la fecha, parte de las cuales se explican por fenómenos globales, pero también con una parte significativa que se asocia a factores locales. Tras continuar el proceso de apreciación que se inició a comienzos de octubre, el peso llegó a su mayor valor a comienzos de enero.

Luego se depreció con fuerza, impulsado por el aumento de las tensiones en los mercados financieros internacionales y por el cambio en las decisiones de cobertura de las AFP. Dicha tendencia se revirtió en el curso de febrero, apoyada por un descenso de las tensiones externas y un cambio en los flujos de compra de las AFP. Después del terremoto y maremoto, el peso sufrió nuevos vaivenes ante los cambios en las expectativas privadas sobre la forma que tomará el financiamiento de la reconstrucción y los flujos de pago de los seguros comprometidos. La relevancia de los factores idiosincrásicos se refleja en que indicadores multilaterales que consideran los movimientos del peso respecto del dólar y de otras monedas muestran variaciones menores a las del tipo de cambio peso/dólar (gráfico 4).

La inflación anual del IPC retornó a valores positivos antes que lo previsto en diciembre (gráfico 5). Las medidas subyacentes, en particular el IPCX1, siguieron con variaciones mes a mes reducidas. El cambio en la metodología de medición del IPC, desde una canasta medida en la Región Metropolitana a una medida a nivel nacional, tuvo sus principales efectos en enero, mes en que la variación del IPC sorprendió al alza a las expectativas de mercado.

Junto con todo lo anterior, el escenario internacional relevante para Chile se volvió más benigno. La actividad ha continuado recuperándose a nivel global, consolidándose las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales de Chile. Las proyecciones de crecimiento para el 2010 y el 2011 se revisaron al alza y los precios de los productos básicos volvieron a aumentar (gráfico 6). La percepción de riesgo ha seguido disminuyendo en los mercados financieros, lo que ha contribuido a un aumento de los índices bursátiles bastante extendido, los que, en todo caso, aún están por debajo de los niveles máximos previos a la crisis. En los últimos meses, la principal fuente de tensión en estos mercados ha sido la preocupación por la situación fiscal de las economías europeas. Las autoridades de la Zona Euro y el Fondo Monetario Internacional han acordado mecanismos de apoyo financiero y se han anunciado importantes ajustes, en particular en Grecia, lo que ha logrado aminorar las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, este tema sigue siendo un factor de preocupación en el escenario externo.

Alrededor del mundo, los bancos centrales han continuado con el retiro gradual de las medidas no convencionales de política monetaria. No obstante, las autoridades monetarias mantienen el énfasis sobre la gradualidad del proceso de normalización de tasas, en un contexto en que las medidas de inflación subyacente se mantienen contenidas en el mundo industrializado (gráfico 7). En tanto, las expectativas de mercado respecto de futuros aumentos en las tasas de política monetaria se han postergado. Con todo, algunos países continúan o han dado inicio a un proceso de alza de sus tasas de referencia.

Como se discute en un Recuadro de este IPoM, la sola suma de estos antecedentes daba cuenta de un escenario de mediano plazo en que las presiones inflacionarias y la inflación serían más altas que lo previsto en diciembre. Un ejercicio contrafactual de proyecciones que considera solo los desarrollos hasta el 26 de febrero arroja que el rango de crecimiento previsto para este año habría sido del orden de un punto porcentual mayor.

Las brechas de capacidad, más allá de que ya partían de un nivel menor que el antes previsto, se cerrarían más rápido, con sus consecuentes efectos en la inflación. En el mediano plazo, la suma de todos estos cambios dibujaría un escenario en que la inflación se elevaría hacia 3 por ciento o más en el curso de este año, y se aproximaría desde arriba a la meta de 3 por ciento en un horizonte de dos años.

La respuesta de política monetaria en este escenario hipotético es inequívoca. El ritmo de normalización de la política monetaria habría sido más acelerado que el contemplado en el IPoM de diciembre. De hecho, es probable que la convergencia de la inflación a la meta hubiese sido coherente con un nivel de TPM más alto a partir de mediados de año y a lo largo de todo el horizonte de proyección.

En este contexto se produjo el terremoto y maremoto. Sus efectos en el escenario macroeconómico son relevantes para la conducción de la política monetaria. En primer lugar, provocaron una pérdida del stock de capital que impacta la capacidad productiva de la economía y, por consiguiente, afecta la evaluación de las holguras de capacidad, las presiones inflacionarias y la reacción de la política monetaria. Segundo, están teniendo un impacto en la actividad, la demanda y la inflación en el muy corto plazo, vinculado principalmente a la disrupción de la actividad comercial e industrial. Finalmente, existirá un efecto adicional por los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados. El impacto de ellos en el crecimiento y la inflación dependerán, entre otros factores, de la magnitud, de la composición, de la temporalidad con que se implementen, de las fuentes de financiamiento que se utilicen y de la focalización del gasto que se realice.

Respecto del tamaño de la pérdida del stock de capital productivo, el Consejo estima, como supuesto de trabajo para el escenario base de este IPoM, que el terremoto destruyó el 3 por ciento del stock de capital neto de la economía. Esta estimación, que se detalla en un Recuadro del IPoM, se basa en el catastro de daños dado a conocer por el Gobierno el 23 de marzo y la relación histórica entre el valor bruto y el valor neto del stock de capital.

Para una mayor claridad sobre este cálculo es importante realizar algunas precisiones sobre la medición del stock de capital. Primero, el stock de capital bruto es el valor de los activos utilizados en el proceso productivo, valorándolos “como si fueran nuevos”. Es decir, el valor bruto nominal del stock de capital puede aproximarse al valor de reposición. Segundo, el valor neto del stock de capital es el valor bruto del stock de capital descontada la depreciación de los activos. Esta distinción entre el valor bruto y el valor neto del capital es relevante, pues es este último —el valor neto— el relevante al momento de medir la capacidad productiva de la economía y, por ende, el producto tendencial, la brecha de capacidad y las presiones inflacionarias.

Conforme con el catastro de daños del terremoto y maremoto entregado por el Gobierno el 23 de marzo, el valor de reposición del stock de capital destruido por los acontecimientos del 27 de febrero alcanza a 20 mil 939 millones de dólares. Siguiendo el razonamiento previamente descrito, esta cifra sería equivalente al valor bruto del stock de capital destruido. ¿Cómo obtenemos entonces el valor neto del capital destruido? Las estimaciones de nuestras cuentas nacionales indican que entre el 2000 y 2008 el valor

neto del stock de capital equivalió a cerca de 63 por ciento del stock bruto. De aplicar directamente este porcentaje, estimamos que el daño en el stock neto de capital, coherente con la cifra dada a conocer por el Gobierno, es de 13 mil 200 millones de dólares. Si consideramos que al 2009 se estima que el stock neto de capital alcanzó a 435 mil millones de dólares, la pérdida mencionada equivale a cerca de 3 por ciento del total.

Así, dada una pérdida del stock de capital neto de 3 por ciento, el Consejo estima que durante este año el nivel del producto tendencial de la economía será entre 1,0 y 1,5% menor al que se consideraba previo a la catástrofe.

Respecto de los efectos de corto plazo del terremoto y maremoto, su dimensión depende, entre muchos factores, de la participación en el PIB nacional de las regiones más afectadas, de cuál es la composición sectorial de la producción por región y del tiempo de detención de los procesos productivos. En el 2008, la Sexta, Séptima y Octava regiones generaron casi el 16% del PIB nacional, mayormente concentrado en el sector industrial. En cuanto al mercado laboral, entre las tres regiones concentran casi un quinto del empleo nacional. El Consejo considera que el terremoto tuvo un efecto negativo del orden de tres puntos porcentuales en el crecimiento del primer trimestre del año. En el segundo trimestre, considerando una gradual normalización, el efecto disminuye a una cifra en torno a dos puntos porcentuales. Este supuesto se basa en un escenario en el que el menor nivel de actividad se concentra en las regiones Sexta, Séptima y Octava, y que afecta principalmente al sector industrial. Se debe considerar que las dificultades provocadas por el desastre natural para concretar decisiones de gasto pueden acotar la demanda, siendo probable que en el corto plazo se observe algún efecto sobre el nivel de consumo y de existencias. Respecto de la inflación, los problemas en la producción o distribución probablemente provoquen un efecto inmediato al alza en el nivel de precios, el que debería ser en buena parte transitorio.

Las estadísticas económicas habituales de marzo podrán dar alguna mejor aproximación sobre los efectos de más corto plazo del terremoto y maremoto. En todo caso, debe considerarse la complejidad de una lectura estadística precisa de estos datos. Ello, en parte, por las dificultades y demoras en la recolección de la información que nutre las estadísticas oficiales. De hecho, el levantamiento de información de febrero, que se realizó en marzo, ya evidenció problemas.

En el mediano plazo, la dinámica de la demanda, la actividad y las holguras de capacidad estará vinculada no solo a las consideraciones habituales asociadas al entorno internacional, sino también a la magnitud y características específicas del esfuerzo de reconstrucción. Como supuesto de trabajo, el Consejo considera que la mayor inversión que se generará a partir de la catástrofe equivale a cerca de un punto porcentual del PIB en el 2010. Este efecto se concentra en el segundo semestre del año y se ampliará hacia el 2011. Esto contempla tanto la nueva inversión como la reasignación de recursos desde otros proyectos previamente planificados. La concreción de lo anterior se verá facilitada porque su productividad marginal es elevada y porque una parte de las pérdidas del stock neto de capital está cubierta por seguros. En el caso del sector público, de acuerdo con los anuncios del Ejecutivo, el escenario base considera que el déficit estructural del 2009

llegó a 1,2 por ciento del PIB y que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración. Las reasignaciones presupuestarias llegarán este año a 700 millones de dólares, mientras que el proceso de reconstrucción de la infraestructura pública destruida se repartirá en cuatro años. Como supuesto de trabajo, el Consejo considera que el financiamiento de los esfuerzos de reconstrucción públicos y privados será equilibrado entre sus distintas fuentes.

De esta forma, considerando tanto los antecedentes coyunturales previos a la catástrofe como los efectos de este fenómeno en el corto y mediano plazo, el Consejo estima que durante este año el PIB tendrá un crecimiento de entre 4,25 y 5,25%. Este rango es algo menor que el previsto en diciembre. La revisión a la baja del escenario de crecimiento para este año se fundamenta en que los efectos inmediatos del terremoto y maremoto sobre la actividad predominarán sobre el incremento que provocarán los esfuerzos de reconstrucción (tabla 1).

En el escenario base de este IPoM, la suma de los efectos de la catástrofe, los cambios en los datos coyunturales y otros elementos puntuales llevan a un escenario en que la inflación convergerá a 3 por ciento más rápido que lo previsto en diciembre. El cambio en el escenario de inflación de mediano plazo está determinado por el efecto del terremoto y maremoto sobre la capacidad productiva y por la persistencia y magnitud de una eventual contracción del consumo privado. En el escenario base, la variación anual del IPC superará el 3 por ciento en el segundo semestre de este año, ubicándose en torno a 4 por ciento por algunos meses. Luego, volverá a oscilar alrededor de 3 por ciento durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el primer trimestre del 2012. La inflación anual del IPCX1 tendrá una convergencia más gradual hacia 3 por ciento (tabla 2). Todo ello en un contexto en que el nivel de incertidumbre es mayor al que prevalecía previamente.

Este escenario descansa también en otros supuestos de trabajo. Por un lado, supone que en el largo plazo el tipo de cambio real (TCR) será similar a su nivel actual. Esto considerando que, con el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el TCR está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. También se utiliza como supuesto de trabajo que las presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral no tendrán cambios relevantes respecto de lo que hoy se observa. Por último, el escenario externo continuará agregando impulso a la economía y las presiones inflacionarias importadas se mantendrán contenidas. Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2010-2011 se han corregido al alza y los precios de los productos básicos continuarán en niveles similares a los actuales (tabla 3).

Estas proyecciones incorporan el supuesto de que la política monetaria continuará siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergerá a un nivel similar al que arroja la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización será algo superior al considerado en esa encuesta. Se debe considerar que, hasta la última semana de febrero, las expectativas de mercado para la TPM indicaban que su ciclo de alza se iniciaría en el segundo

trimestre y llegaría a un nivel entre 2,5 y 3,0 por ciento a fines de año. Luego del terremoto y maremoto, las expectativas sobre el nivel y la velocidad del incremento de la TPM prevista por analistas y encuestas se redujeron. En particular, el nivel esperado para la TPM a fines de año está entre 2,0 y 2,5 por ciento (gráfico 8).

Como es habitual, el escenario aquí delineado está sujeto a diversos riesgos. Respecto de lo previsto en diciembre, el proceso de recuperación y las perspectivas de desarrollo de la economía chilena no se han visto mermadas por el terremoto; no obstante, en el corto plazo los escenarios de riesgo están dominados por la catástrofe. Particularmente relevante es el impacto en el escenario de mediano plazo del impulso de demanda agregada que provoquen los esfuerzos de reconstrucción que se implementen. La magnitud, composición, celeridad, forma de financiamiento y focalización de estos gastos de reconstrucción pueden tener efectos relevantes sobre el escenario base, en términos de la actividad, la inflación y el comportamiento de los mercados financieros. También existen riesgos por el tiempo que tarde en reestablecerse la normalidad de las actividades productivas y la concreción del gasto de los agentes. Esto tiene incidencia directa en la evaluación sobre el efecto inmediato de la catástrofe en el primer y segundo trimestres. En todo caso, este riesgo se mitiga en parte si se tiene en cuenta que previo al terremoto y maremoto la actividad y la demanda interna ya traían una velocidad mayor que la prevista.

En lo demás, el escenario externo se percibe mejor, aunque persisten algunos riesgos. La situación fiscal en las economías desarrolladas —y en especial en algunos países de Europa— es un tema de preocupación por sus efectos sobre la percepción de riesgos y el sistema financiero, y lo que ello implicaría sobre la trayectoria de recuperación del crecimiento mundial. También persisten los riesgos sobre el manejo de los estímulos monetarios, tanto porque su retiro sea más pronto que lo necesario —considerando que los sistemas financieros de algunos países aún se encuentran en una situación frágil— como porque se dé más tarde que lo prudente. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales induce riesgos tanto por la ocurrencia de fuertes movimientos de flujos de capital hacia economías emergentes como por cambios relevantes en la evolución de las paridades de monedas.

La concreción de alguno de estos escenarios de riesgo tendrá resultados directos para el escenario de crecimiento e inflación nacional previstos. Considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos de mediano plazo para la inflación y el crecimiento está equilibrado. No obstante, en esta ocasión, el terremoto y maremoto hacen que la incertidumbre es mayor que la habitual, en especial respecto de los registros de actividad de marzo y abril. Por ello, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad en el muy corto plazo está sesgado a la baja. Con todo, el Consejo continuará utilizando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política.

Conclusiones

Quisiera cerrar esta exposición con unas breves reflexiones. Hace cincuenta años, en mayo de 1960, una catástrofe de gran magnitud también asoló nuestro país. El terremoto de Valdivia provocó la destrucción de una parte importante de la zona centro sur de Chile, solo comparable a lo que hemos experimentado recientemente. A las pérdidas humanas y materiales del desastre se agregó, desgraciadamente, un severo desajuste macroeconómico posterior. La debilidad de las cuentas fiscales y de la gestión monetaria llevó a que el control de la inflación se descuidara, aumentando esta significativamente en los años que siguieron al terremoto.

La situación actual es indudablemente distinta. Las cuentas fiscales están en orden, y nuestro esquema de política monetaria, como lo mencioné hace unos momentos, tiene la virtud de permitirnos acomodar *shocks* sin que ello resulte en un compromiso sobre el objetivo de inflación. Aunque aún no tenemos estadísticas al respecto y las primeras se conocerán en los días venideros, es posible que la reacción inmediata a esta catástrofe nos muestre un aumento transitorio de la inflación y una desaceleración brusca de la actividad, ambas como consecuencia de las significativas disrupciones en el proceso productivo y los canales de comercialización.

Aún desconociendo dichas cifras, lo que nuestra estrategia de política monetaria sugiere y nos permite, es no sobrerreaccionar a fluctuaciones de corto plazo. El manejo de la política monetaria, especialmente en situaciones de incertidumbre como la actual, debe anticiparse a las tendencias de más largo plazo. Así, aunque en el primer y segundo trimestre el dinamismo de la actividad probablemente será menor al que observamos hasta enero, a mediano plazo los esfuerzos de reconstrucción y la misma normalización de la actividad y la demanda darán un significativo impulso a la economía. La productividad marginal del stock de capital que deberá reponerse es elevada, y las actividades relacionadas con la producción de bienes no transables, como la construcción, verán un incremento importante de su demanda. La principal contribución que puede hacer la política monetaria es garantizar un entorno de estabilidad para que la reconstrucción se desenvuelva sin tensionar nuestra economía.

La evidencia que se recoge en la literatura internacional apunta a que los desastres naturales tienen efectos negativos permanentes solo en aquellas economías de bajo ingreso per cápita. También indica que, aunque estos fenómenos son eminentemente exógenos, la magnitud de sus efectos son endógenos al entorno, destacando que factores como la calidad de las políticas e instituciones tienden a mitigar los daños. Chile cuenta con instituciones sólidas y con un marco de políticas económicas que le permiten poner en marcha todas las medidas necesarias para la reconstrucción. Gracias a ello, la catástrofe del 27 de febrero no compromete las perspectivas de progreso y desarrollo de nuestro país.

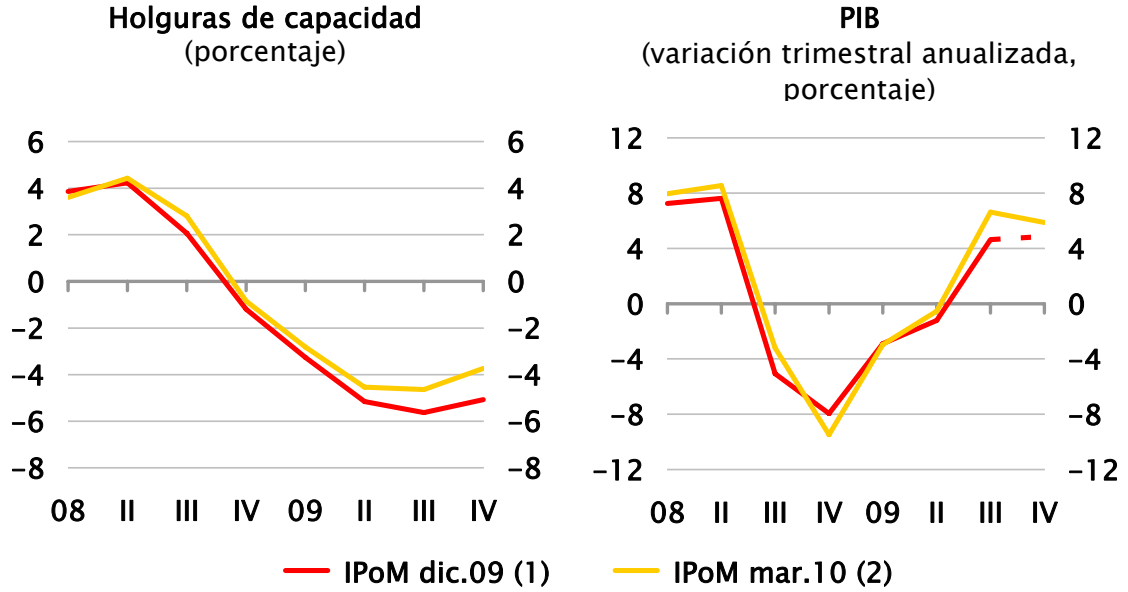
Las proyecciones que presentamos en este IPoM nos muestran que la economía volverá a crecer este año y que el cierre de las brechas de capacidad proseguirá este año y se completará el próximo. Como ya lo expresé anteriormente, la política monetaria seguirá

siendo muy expansiva por los próximos trimestres, lo que apoyará decididamente el proceso de reconstrucción. Al mismo tiempo, no obstante, se irá ajustando para asegurar que este proceso se dé en un contexto de estabilidad y sea coherente con la meta de inflación.

Debemos tener presente que la historia, en especial lo que vivimos hace un par de años, nos ha enseñado la importancia de la estabilidad de precios y lo dañina que es la inflación para los segmentos más desprotegidos de nuestra sociedad. Asimismo, la contrapartida de una inflación volátil es un ciclo económico más volátil, lo que tiene significativos costos en materia de empleo y actividad. Por ello, es esencial que el estímulo monetario cumpla su rol de apoyar la recuperación en un contexto de estabilidad de precios. Nada se obtiene con impulsar una reconstrucción que finalmente solo conduzca a aumentos de la inflación sin ganancias por el lado de la actividad y con negativas consecuencias sobre precios relativos claves como el tipo de cambio y las tasas de interés reales. Ello solo sería el preludio de ajustes futuros más costosos. La política monetaria ya ha demostrado una alta capacidad para adaptarse a los cambios abruptos del panorama macroeconómico y esta ocasión no será la excepción.

Muchas gracias.

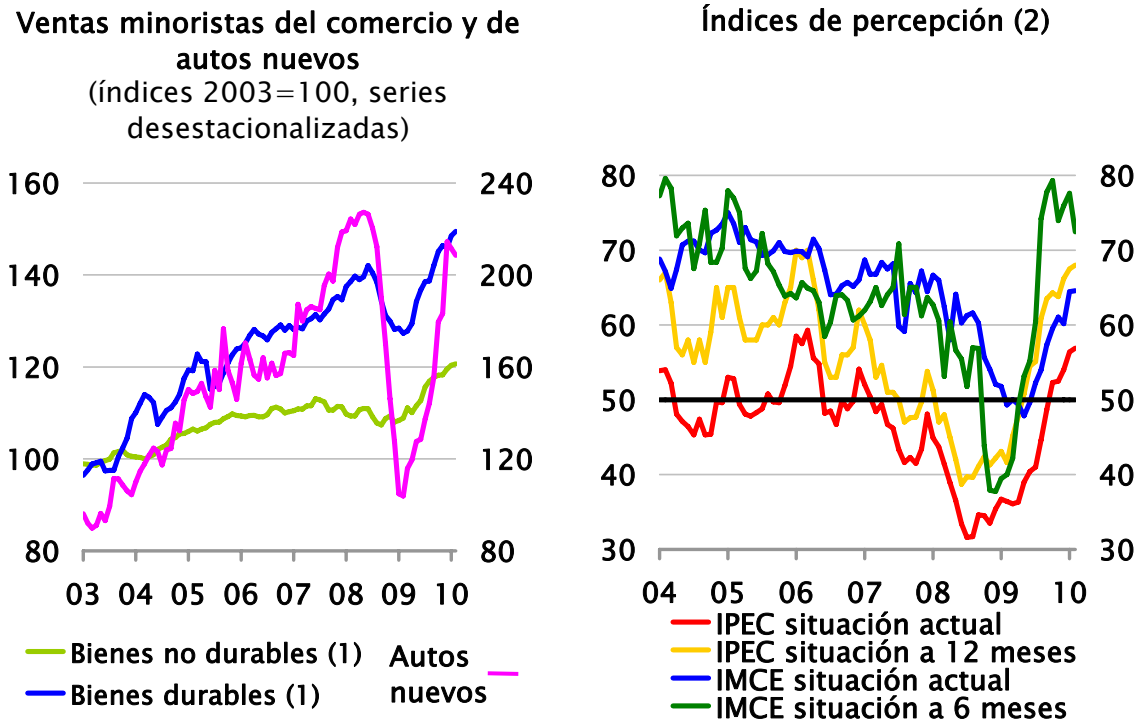
Gráfico 1



(1) El cuarto trimestre del 2009 corresponde a la proyección incluida en el escenario base.
(2) Corresponde al cierre de Cuentas Nacionales publicado en marzo.

Fuente: Banco Central de Chile.

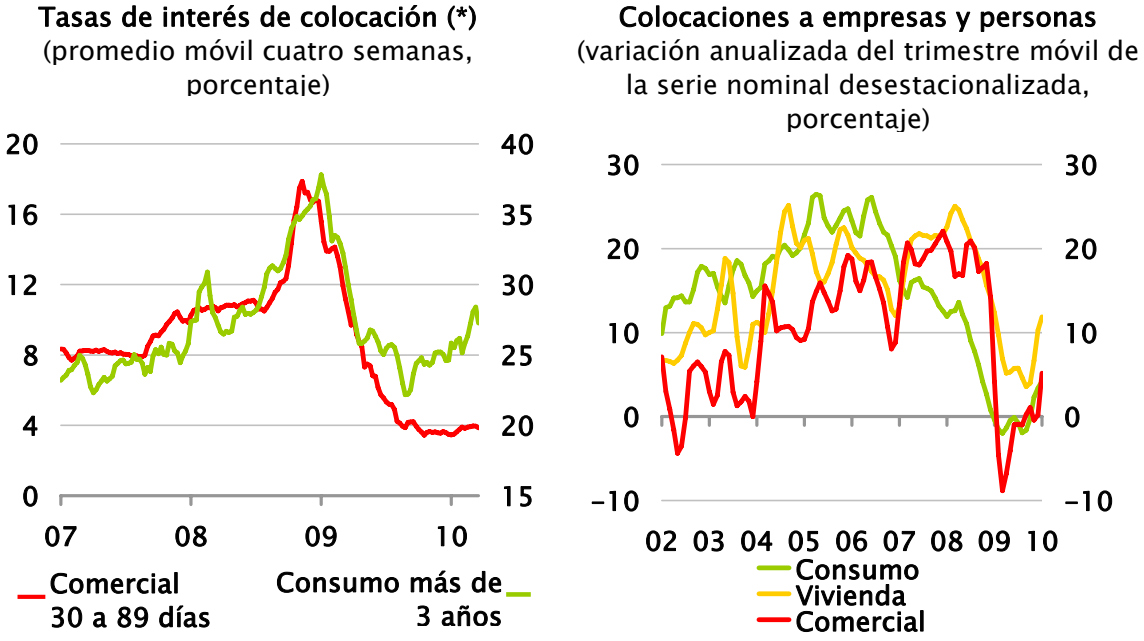
Gráfico 2



(1) Vendidas en el trimestre móvil. (2) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark, Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

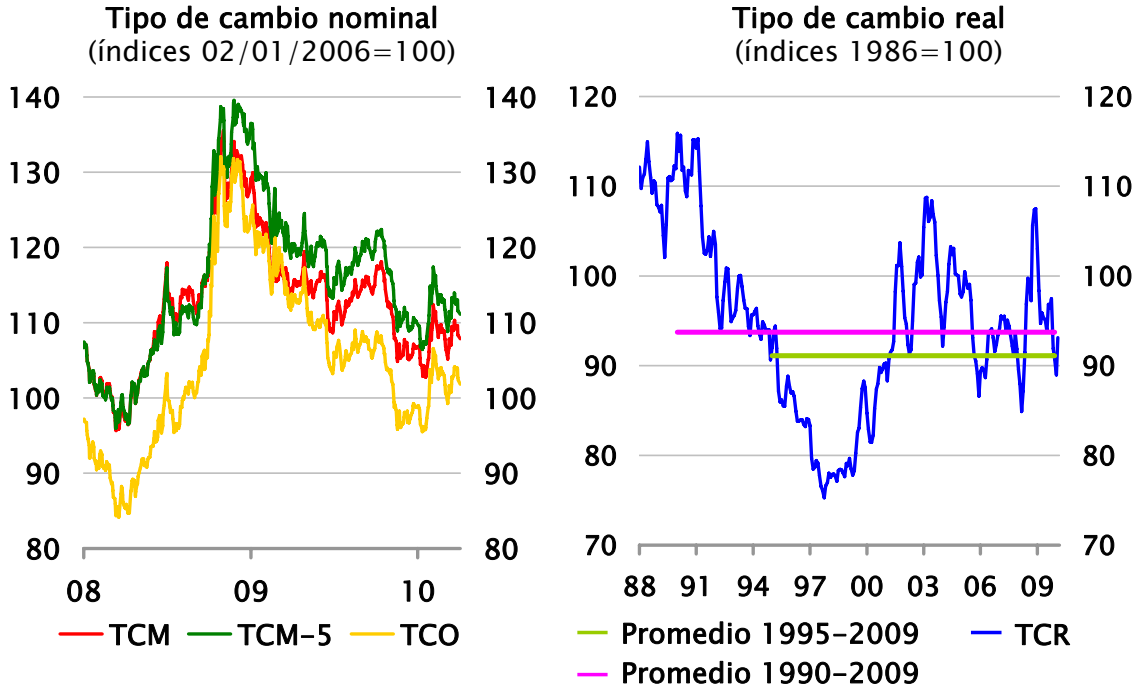
Gráfico 3



(*) Tasas promedio ponderadas.

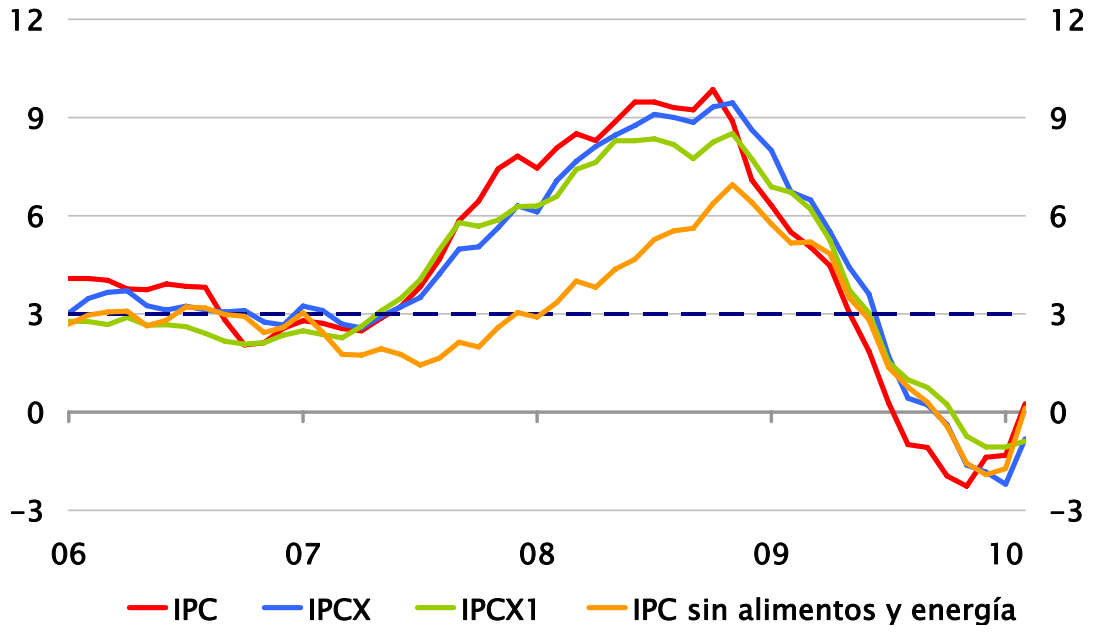
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico 4



Fuente: Banco Central de Chile.

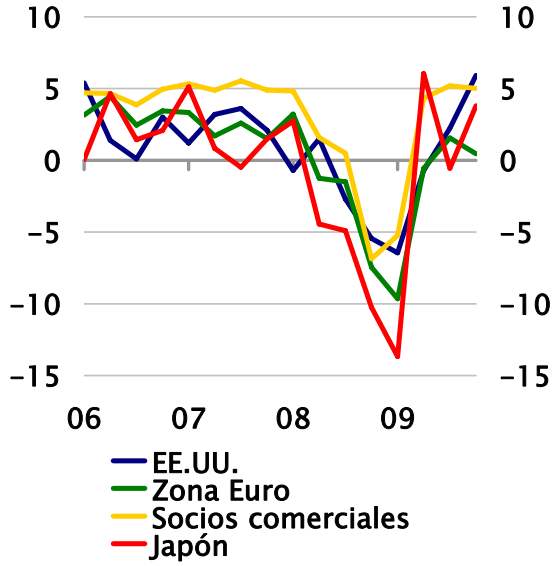
Gráfico 5
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)



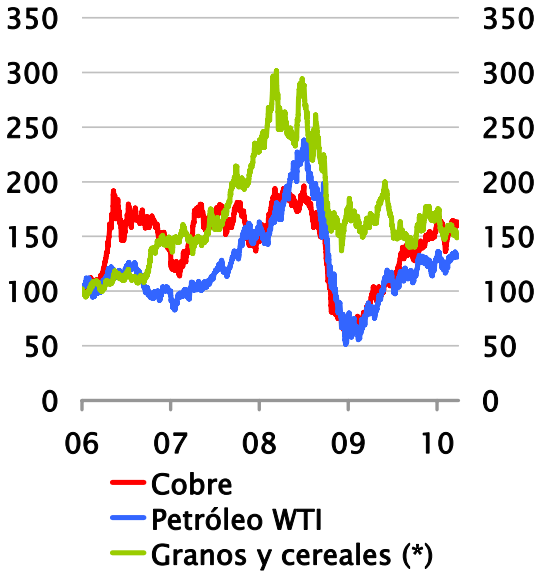
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6

Crecimiento mundial
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



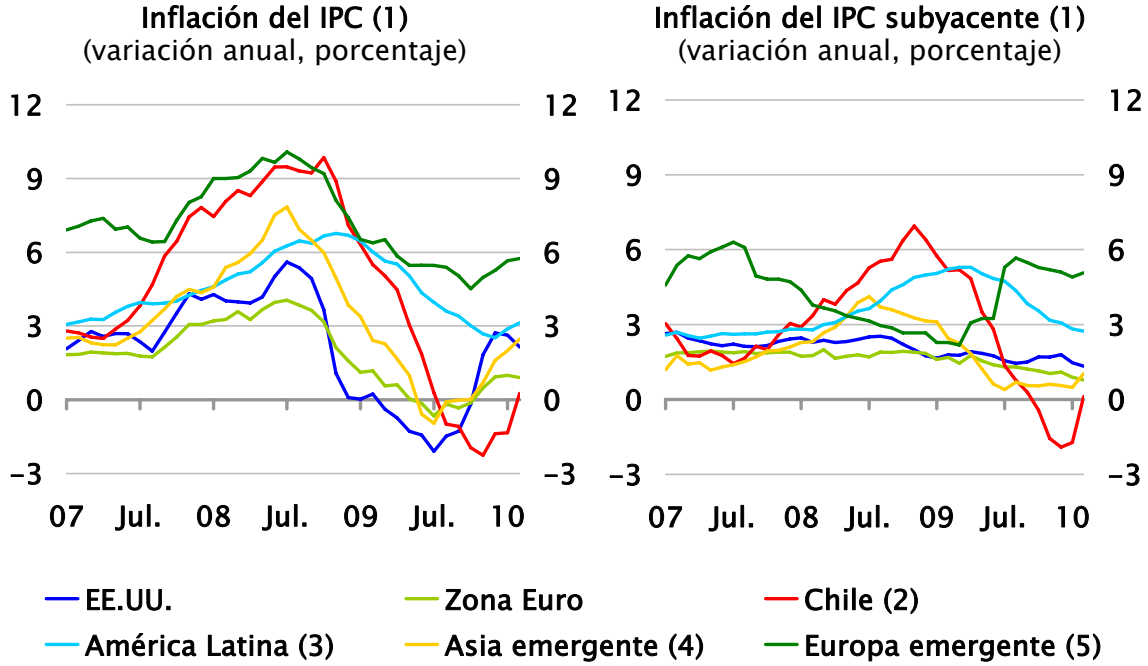
Precios de productos básicos
(índices 02/01/2006=100)



(*) Corresponde al índice S&P GSCI de granos y cereales.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a institutos de estadística de cada país, Bloomberg, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 7



(1) Promedio geométrico de la inflación e inflación subyacente de una muestra de países de cada región. (2) IPC subyacente de Chile corresponde al IPC sin alimentos y energía. (3) IPC incluye Brasil, Colombia, México y Perú. IPC subyacente incluye México y Perú. (4) IPC incluye China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán. IPC subyacente incluye Rep. Corea, Tailandia y Taiwán. (5) IPC incluye Hungría, Rep. Checa, Rusia y Turquía. IPC subyacente solo considera a Hungría.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, CEIC Data e Instituto Nacional de Estadística.

Tabla 1
Crecimiento económico
(variación anual, porcentaje)

	2008	2009	2010 (f)
PIB	3,7	-1,5	4,25-5,25
Demanda interna	7,6	-5,9	12,4
Demanda interna (sin var. existencias)	7,5	-2,8	7,8
Formación bruta de capital fijo	18,6	-15,3	14,8
Consumo total	4,0	1,8	5,7
Exportaciones de bienes y servicios	3,1	-5,6	3,6
Importaciones de bienes y servicios	12,2	-14,3	22,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	2,6	-1,1

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2
Inflación
(variación anual, porcentaje)

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)	2012 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	1,6	2,4	3,0	
Inflación IPC diciembre	7,1	-1,4	3,7	2,9	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	2,8	1,2	3,0	
Inflación IPCX diciembre	8,6	-1,8	3,0	3,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,2
Inflación IPCX1 promedio	7,8	2,8	0,8	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	7,7	-1,1	2,5	3,1	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

(f) Proyección.
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

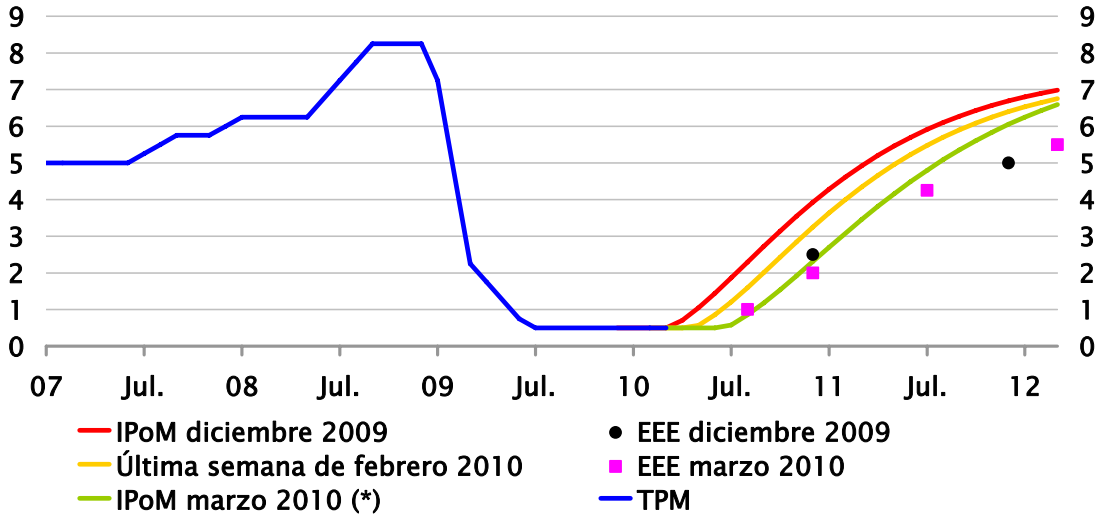
Tabla 3
Principales supuestos del escenario internacional
(promedio anual)

	2008	2009 (e)		2010 (f)		2011 (f)	
		Dic.09	Mar.10	Dic.09	Mar.10	Dic.09	Mar.10
PIB mundial a PPC (var. anual %)	3,0	-0,8	-0,6	3,8	4,3	4,2	4,4
PIB mundial a TC de mcdo (var. anual %)	1,9	-1,8	-1,7	3,1	3,5	3,4	3,5
PIB socios comerciales (var. anual %)	3,0	-0,8	-0,8	3,6	4,0	3,8	3,8
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	100	62	62	80	82	86	85
Precio del cobre BML (US$cent/libra)	316	230	234	270	310	270	290
Términos de intercambio (var. anual, %)	-16,1	0,3	4,1	4,7	12,5	-2,3	-5,6
Precios externos, en US$ (var. anual, %)	12,2	-6,0	-6,1	9,6	3,7	1,0	3,0

(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8
TPM y curva *forward*
(porcentaje)



(*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros promedio de las últimas 2 semanas al 29 de marzo de 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.