



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

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
7 de septiembre de 2011

* El *Informe de Política Monetaria* de septiembre del 2011 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente del Senado, senador Guido Girardi, señoras y señores senadores.

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

Al momento de presentar este *Informe*, estamos próximos a cumplir tres años desde que estalló una de las peores crisis económica y financiera de la historia económica moderna, denominada la Gran Recesión. La serie de eventos que sucedieron a la quiebra de *Lehman Brothers* condujeron al mundo a una crisis de confianza nunca antes vista, con una caída de la actividad global que no tiene comparación con lo sucedido en ningún otro episodio de los últimos ochenta años.

Chile fue capaz de mitigar los efectos adversos de la crisis y lograr una rápida recuperación de los niveles de actividad y empleo. Esto contrasta marcadamente con lo sucedido en las economías desarrolladas (gráfico 1). De hecho, el cierre de holguras de capacidad interna —la diferencia entre el crecimiento efectivo y el de tendencia—, que hace un año esperábamos se diera en el curso del 2011, se dio en la primera parte del año. La tasa de desempleo ha caído con rapidez y se ubica bajo su promedio histórico.

La inflación, a su vez, ha completado un proceso de convergencia a la meta de 3 por ciento. Los temores inflacionarios resurgieron durante el primer trimestre del año, pero amainaron tras las decisiones de política monetaria del Consejo y los cambios en el escenario macroeconómico externo. Así, hemos llegado a una situación en que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ubica en un rango de valores considerados normales.

Sin embargo, la sombra de los eventos del año 2008 aún oscurece el panorama de la economía mundial. Pese al tiempo transcurrido y a las medidas económicas y financieras que han adoptado las autoridades económicas alrededor del mundo, aún se arrastran los efectos de este episodio. Los problemas de fondo que causaron la crisis no han sido solucionados del todo y continúan frenando la recuperación de la demanda privada. A esto se agrega la menor confianza en la situación de las finanzas públicas en algunas economías de la Eurozona y Estados Unidos, lo que provocó un nuevo episodio de estrés financiero a comienzos de agosto, que se ha vuelto a repetir estos últimos días.

La economía mundial está atravesando por una situación extremadamente compleja. Ciertamente, Chile cuenta con herramientas para mitigar el impacto de escenarios externos adversos. Pero como lo repetimos una y otra vez en el pasado, no somos ni podemos ser inmunes a lo que sucede en el mundo. Podemos aminorar sus efectos, pero no evitarlos. Por lo tanto, es probable que la situación externa tenga repercusiones sobre nuestra economía y, en consecuencia, sobre la conducción de la política monetaria. Como lo acabo de

mencionar, en la reunión de agosto el Consejo retiró el sesgo restrictivo sobre la TPM que se había comunicado en reuniones previas, lo que se ha reflejado en el comportamiento de las tasas de mercado.

En el escenario base que les presentaré dentro de unos momentos consideramos que el mundo tendrá un crecimiento menor al que preveíamos hace solo tres meses. Las cifras de actividad del primer semestre fueron muy débiles en el mundo desarrollado. Las recientes turbulencias financieras podrían empeorar su desempeño en la segunda mitad del año. Los hogares de las economías avanzadas continúan restringiendo sus gastos con el fin de reducir sus elevados niveles de deuda, pero, a su vez, este proceso de desapalancamiento mantiene una situación de crecimiento débil de la demanda interna y el empleo, que prolonga la vulnerabilidad de sus balances. Además, la posición fiscal de estas economías se encuentra deteriorada tras varios años de déficit fiscal. Corregir esta situación requerirá de ajustes importantes en sus finanzas públicas. Algunos de ellos podrían realizarse en el mediano plazo, como es el caso de Estados Unidos, otros deben ser más inmediatos, como es el caso de algunas economías europeas. En momentos de debilidad de la demanda privada, estos ajustes podrían dilatar aún más la esperada recuperación.

Se suma que las tasas de interés de política monetaria están en sus niveles mínimos, con lo cual la capacidad de los bancos centrales para agregar estímulo también es limitada. En síntesis, las herramientas tradicionales para impulsar el crecimiento tienen un escaso espacio de acción en el mundo desarrollado.

Otra fuente de riesgos que se ha comenzado discutir crecientemente es la posibilidad de que el mundo desarrollado, y en especial Estados Unidos, pase por un período prolongado de bajo crecimiento. Los excesos de deuda privada, en particular de los hogares, y de deuda pública, más la debilidad del mercado laboral son factores determinantes en esta evaluación. Ello podría llevar a una situación similar a la que le ocurrió a Japón luego del colapso de su burbuja inmobiliaria a fines de los ochenta, que dio paso a un período de estancamiento que se prolonga hasta la actualidad. Aunque consideramos que aún este es un escenario de baja probabilidad, sus consecuencias sobre la economía mundial serían muy significativas.

En medio de este escenario, las economías emergentes siguen creciendo con relativa fuerza. Los riesgos de sobre calentamiento que se apreciaban hace solo unos meses han disminuido, en parte importante por la propia acción de las políticas económicas aplicadas y, en especial, de la política monetaria. Sin embargo, existen riesgos. En primer lugar, es evidente que de prolongarse la debilidad en los países desarrollados la demanda externa que enfrenta el mundo emergente se verá resentida, reduciendo su potencial de crecimiento. Aunque en el escenario actual aún se espera dinamismo y un cierto grado de desacoplamiento, este no puede persistir indefinidamente.

Dada la debilidad de la demanda interna de las economías desarrolladas, estas requieren de sus exportaciones para crecer y así además resolver el problema de los desbalances globales. Ello pone presiones sobre los tipos de cambio y las cuentas externas de las economías emergentes. Este ha sido un elemento al cual nos hemos enfrentado en el último año, con paridades respecto del dólar que han alcanzado la mayor apreciación de la última década (gráfico 2). Hasta ahora, la economía chilena ha logrado sortear este desafío, pero el

riesgo de una intensificación de estas presiones continúa. El tipo de cambio real ha aumentado tras el anuncio de intervenciones de comienzos de año y su nivel actual está en torno a su promedio de los últimos 15 a 20 años (gráfico 3).

Dentro de las políticas que las economías emergentes han utilizado para mitigar el impacto sobre sus monedas ha estado la adopción de medidas cambiarias. Estas han tomado diversas formas, incluyendo la compra de divisas y la implantación de medidas administrativas. En Chile, a principios de enero, anunciamos un programa de acumulación de reservas por 12 mil millones de dólares, el que será completado durante este año. Esto equivale a una acumulación de reservas del orden de 5 puntos del PIB, la mayor desde la primera mitad de los noventa (gráfico 4). A la fecha, ya hemos efectuado compras por algo más de 8 mil 500 millones de dólares.

Este programa sirve para dos propósitos. El primero, tal como se enfatizó cuando lo anunciamos, es atenuar transitoriamente la apreciación del peso. Ello, para permitir que el sector productivo hiciera los ajustes necesarios en un contexto en que estas presiones podrían permanecer por un largo tiempo. El programa tuvo un efecto sobre el peso. De no haber intervenido, la apreciación de la moneda habría sido mayor. Sin embargo, como la evidencia muestra, y nuestra comunicación así lo resaltó, esta clase de medidas no son una solución permanente. La solución debe, necesariamente, provenir de mejoras en la competitividad y de aumentos de productividad.

El segundo objetivo del programa es fortalecer nuestra posición de liquidez internacional. Esto implica contar con las herramientas para enfrentar turbulencias externas. Toda la evidencia disponible muestra que tener una sólida posición de reservas internacionales ayuda a proteger a la economía de los efectos adversos de los *shocks* financieros externos, lo que a su vez reduce las primas de riesgo de la economía. En la coyuntura actual, el nivel de reservas que perseguimos con el programa nos pone en un muy buen pie en caso de un deterioro global pronunciado.

Mantener reservas internacionales es un seguro. En los tiempos de bonanza, su mantención tiene un costo relacionado con el diferencial entre el rendimiento de los activos externos, líquidos y seguros, y el costo de los pasivos internos que los financian. Sin embargo, en episodios de recesión global y estrés financiero internacional, la disponibilidad de reservas permite reducir el impacto de esta situación sobre el costo de financiamiento externo del país y entrega mayor flexibilidad a las políticas económicas para amortiguar su efecto en la economía nacional.

Las fluctuaciones en el valor internacional del peso generan una volatilidad significativa de nuestros resultados contables, tal como ha ocurrido en años recientes. En años de bonanza, el peso tiende a apreciarse, lo que genera pérdidas contables al medir el patrimonio en pesos por efectos de revalorización de las reservas. Pero en episodios de desaceleración global y mayor estrés financiero, se genera el efecto contrario, con una depreciación del peso y ganancias en el patrimonio contable (gráfico 5).

Como es habitual en nuestra cuenta anual al Senado, en este *Informe* presentamos la evolución del balance del Banco y sus perspectivas para el año siguiente. En el escenario base, si se mantiene la brecha entre las tasas de interés externas e internas, esperamos que la

rentabilidad de nuestros activos seguirá siendo menor que el costo de nuestros pasivos. Si bien prevemos que el deterioro patrimonial del Banco no se profundizará, el patrimonio seguirá siendo negativo. El reciente incremento de las reservas internacionales afecta negativamente estos resultados, pero tiene a favor el beneficio intangible de fortalecer nuestra posición de liquidez. Sin embargo, tal como lo afirmamos al momento de anunciar el programa de intervención, el nivel de reservas internacionales que alcanzaremos a fines de año está cerca de los límites que pueden ser absorbidos por nuestra posición patrimonial. De todas formas, este valor patrimonial —cuyo origen fundamental proviene de los costos de la crisis financiera de los ochenta— no ha sido un impedimento para que el Banco realice su política monetaria con independencia y flexibilidad.

En suma, nos enfrentamos a un complejo escenario externo. Las dudas respecto de cómo evolucionará y cuál será su impacto en la economía chilena justifican actuar con prudencia, pero el Consejo tiene la convicción de que el país está en un buen pie para enfrentarlo. En el escenario base que les presentaré a continuación consideramos que los efectos del escenario externo serán acotados, y la economía chilena crecerá en torno a su tendencia, con una inflación alrededor de la meta.

En lo que sigue, les describiré cuáles son los factores que dan forma a este escenario base y las implicancias de los riesgos que ya mencioné.

Escenario macroeconómico

En Chile, el dinamismo de la actividad y la demanda continuó moderándose en el segundo trimestre, aunque algo menos que lo proyectado en junio. La inflación, en cambio, estuvo ligeramente por debajo de lo esperado hace unos meses. La inflación anual total ha oscilado en torno a 3 por ciento, mientras las tasas de incremento anual de las medidas subyacentes siguen contenidas (gráfico 6). El panorama inflacionario se ha caracterizado por un acotado traspaso de las alzas internacionales de los precios de los alimentos hacia el mercado local. Del mismo modo, la propagación de los incrementos de estos precios y de los de los combustibles hacia el resto de los precios, ha sido acorde con lo previsto.

Como lo indiqué hace unos momentos, el escenario externo ha tenido novedades importantes, al concretarse algunos de los riesgos contemplados en los últimos trimestres. Ello, sumado a las perspectivas de un crecimiento más lento de las economías desarrolladas y la extensión de la preocupación por la deuda hacia economías del centro de Europa, ha tenido un impacto significativo en los mercados financieros internacionales. Los premios soberanos de varios países de la Eurozona, al igual que los premios de algunos bancos, alcanzaron máximos históricos (gráfico 7). Los precios de los activos han tenido cambios relevantes, entre los que destacan el descenso de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de largo plazo de varias economías desarrolladas que sirven como refugio de valor. Las bolsas han tenido caídas significativas a nivel global (gráfico 8). A ello se suma, en menor medida, el fortalecimiento del dólar frente a algunas monedas y la fuerte apreciación del oro y el franco suizo, también considerados activos de refugio de valor. Finalmente, destaca el descenso de los precios de las materias primas, con excepción de los productos agrícolas y el citado caso del oro (gráfico 9).

Internamente, la turbulencia externa se ha reflejado en algunas variables de los mercados financieros nacionales. La bolsa ha experimentado importantes retrocesos y las tasas de interés de los documentos de la Tesorería y del Banco Central han caído con fuerza (gráfico 10). El mercado monetario e interbancario ha continuado operando con normalidad y las condiciones de liquidez en dólares y pesos no han sido afectadas por el alza de los premios interbancarios en los mercados desarrollados. El peso, con vaivenes, se ubica en niveles similares a los del cierre estadístico del IPoM de junio.

A la luz de estos acontecimientos, las cifras de actividad del segundo trimestre y los indicadores adelantados del tercero —que siguen siendo débiles en las economías desarrolladas—, el escenario base corrige a la baja en 0,2 puntos porcentuales el crecimiento mundial esperado para el 2011, y en medio punto porcentual el del año siguiente (tabla 1).

La mayor modificación corresponde a Estados Unidos donde, además del bajo crecimiento observado hasta la fecha, también influyen los ajustes fiscales previsibles tras la aprobación del mayor límite de endeudamiento público. En la Eurozona se sigue considerando que el crecimiento será bajo. Asimismo, se prevé que la mayor debilidad del mundo desarrollado tendrá un impacto en la actividad de las economías emergentes, las que, en todo caso, seguirán con un desempeño mejor que el de las desarrolladas. Esta proyección de crecimiento mundial es inferior que la de consenso, la que al cierre de este IPoM probablemente no refleja completamente el impacto de las turbulencias financieras actuales. No obstante, los informes más recientes de los bancos de inversión sí presentan importantes correcciones a la baja para estas economías desarrolladas, en línea con los supuestos de nuestro escenario base.

Como lo señalé, la preocupación de un sobrecalentamiento en el mundo emergente y sus consecuencias sobre la inflación ha disminuido. Los ajustes ya concretados en la política monetaria de varias economías, la mayor debilidad de la economía global y el descenso reciente del precio de las materias primas justifican esta evaluación. Así, varias economías ya han interrumpido su ciclo de alzas de tasa y, en general, las expectativas de mercado se han ajustado hacia mantenciones. En las economías desarrolladas, lo más probable es que la política monetaria mantenga su actual grado de expansividad por un período prolongado y no se descarta que incluso se acentúe. La Reserva Federal anunció la intención de mantener su tasa objetivo en el mínimo al menos hasta mediados del 2013 (gráfico 11).

La suma de estos antecedentes provocará que el impulso externo que reciba la economía chilena en los próximos trimestres sea menor que el estimado previamente. Por un lado, el menor desempeño global tendrá un impacto negativo en la actividad de nuestros socios comerciales. No obstante, su crecimiento seguirá siendo superior al promedio del período 2000-2007. El cambio en la composición y ponderación de este grupo de países, en que las economías emergentes, y en especial China, han aumentado fuertemente su participación, explica este resultado. Mientras en el 2000, el peso de las economías emergentes en el grupo de socios comerciales de Chile era menos de un tercio, en el 2011 se estima que será cercano a la mitad (gráfico 12). Por otro lado, se contempla un deterioro de los términos de intercambio. Esta última proyección se basa en un precio de la libra de cobre que se situará en 3,7 dólares el 2012 y 3,5 dólares el 2013. A su vez, el precio promedio del petróleo WTI se estima en torno a 90 dólares el barril entre el 2012 y el 2013 (tabla 2).

En este escenario, de menor impulso externo, se estima que la economía chilena crecerá entre 6,25 y 6,75 por ciento este año. Este rango está dentro de lo proyectado en junio. Hasta el segundo trimestre, la actividad crecía algo por encima de su tendencia y de lo esperado en el IPoM de junio; el consumo desaceleraba su fuerte expansión previa, pero menos que lo previsto; el mercado laboral seguía dando señales de estrechez y las condiciones financieras se mantenían favorables, con un crédito cuya tasa de expansión anual iba en aumento (gráfico 13). Este escenario prevé que la demanda interna se expandirá 9,1% este año, por sobre lo previsto en el IPoM pasado. En esto tendrá un efecto importante la mayor formación bruta de capital fijo observada en el primer semestre, principalmente de su componente maquinaria y equipos, como también una mayor acumulación de inventarios. Respecto de lo contemplado en junio, esta proyección supone una convergencia más marcada de la actividad y la demanda en la segunda mitad del año. El dato de actividad de julio, aunque afectado por factores puntuales en la minería, se enmarca en esta trayectoria.

El mayor impacto del cambio en el escenario externo será visible en el crecimiento del 2012. Para ese año, el escenario base prevé que el PIB crecerá entre 4,25 y 5,25 por ciento (tabla 3). El menor crecimiento respecto de este año responde a varios factores. En primer lugar, está la convergencia hacia cifras de expansión coherentes con el crecimiento de tendencia, que el Consejo sigue estimando en torno a 5 por ciento. Esta convergencia refleja la normalización de los componentes durables de la demanda agregada, así como la normalización de la TPM. Se agrega, que desaparecerán los efectos base que incidieron en el crecimiento del primer semestre como consecuencia de su comparación con los meses afectados por el terremoto y maremoto del 2010. Por otro lado, está el ya mencionado menor impulso externo que se verificará en los trimestres venideros. También se considera que el balance fiscal convergerá hasta alcanzar un déficit estructural de 1 por ciento del PIB hacia fines de la actual administración, acorde con lo anunciado por la autoridad y en concordancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

El cambio en el escenario externo también ha provocado modificaciones importantes en el panorama inflacionario, especialmente en el corto plazo. En el escenario base, el aumento de la inflación anual del IPC hacia fines de año será menor que el previsto en junio. Esto, principalmente por el efecto del menor precio de los combustibles. Así, para fines de este año, la inflación anual del IPC será de 3,3 por ciento, en vez del 4 por ciento que estimamos en junio. En adelante, la inflación se mantendrá en torno a la meta, finalizando en ese valor en el tercer trimestre del 2013, fecha que en esta oportunidad corresponde al final del horizonte de proyección (gráfico 14). Las expectativas de inflación privadas se han corregido en igual dirección y apuntan a una inflación del IPC algo superior a 3 por ciento para fines de año y alineada con la meta en adelante (gráfico 15).

Esta trayectoria de la inflación se basa en varios supuestos. Como ya mencioné, en que la economía crecerá en torno a su tendencia por los próximos trimestres. También en que el tipo de cambio real se mantendrá en torno a sus niveles actuales, los que se ubican en el rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Se suma el supuesto de que los costos laborales crecerán a tasas acordes con la meta de inflación.

Respecto de la política monetaria, la TPM ha alcanzado rangos considerados como normales. A diferencia de lo que se preveía hace unos meses, cuando se esperaba mayoritariamente que la TPM siguiera aumentando, los cambios en el escenario macroeconómico han llevado a una mayor dispersión de las expectativas privadas. Incluso ciertas medidas sugieren algún descenso en lo inmediato. No obstante, en el escenario base, se utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM será similar a su nivel actual (gráfico 16).

Este escenario, como es habitual, refleja los eventos que se estiman tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del IPoM. Existen riesgos que, de concretarse, redundarán en un panorama macroeconómico distinto del aquí descrito. En esta ocasión, evaluadas las probabilidades de los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está equilibrado.

Como ya me referí en un comienzo, los principales riesgos se relacionan con el complejo panorama económico global. No es descartable que los recientes episodios de estrés se repitan o intensifiquen con consecuencias en el sector financiero y en la confianza de los agentes. El reducido espacio de acción de las políticas monetarias y fiscales en el mundo desarrollado complican la respuesta ante un escenario de esta clase.

Otra parte de los riesgos del escenario externo proviene del crecimiento del mundo desarrollado a plazos más allá del horizonte de proyección. La proyección del escenario base es menor que la de consenso, pero no puede descartarse que el impacto sea incluso mayor que el previsto. Sigue presente la duda sobre la fortaleza del proceso de recuperación en las economías desarrolladas, lo mismo que la posibilidad de que el crecimiento potencial de estas economías haya caído por efecto de la crisis. Un evento de este tipo tendría consecuencias sobre el nivel de las tasas de interés, la velocidad de resolución de los problemas de apalancamiento y el crecimiento de las economías emergentes. En este escenario, el crecimiento mundial será menor que en el pasado.

Tampoco puede desecharse un escenario en que la postergación de los incrementos de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas y su falta de dinamismo lleve a los inversionistas a buscar mayores retornos en las economías emergentes. Ello implicaría un rebrote de los flujos de capitales hacia estas últimas, cuyo acomodo podría complicar el manejo de las políticas macroeconómicas.

Internamente, los riesgos se centran en el dinamismo que sigue sosteniendo la actividad y la demanda. Aunque la evolución de la economía ha ido relativamente acorde con lo previsto, la moderación ha sido algo menor que la esperada, el mercado laboral sigue mostrando estrechez —diversas fuentes de información casuística dan cuenta de dificultades y presiones en el mercado laboral— y la tasa de expansión del crédito ha aumentado. No puede descartarse que, más allá de las tensiones en el escenario externo, la economía chilena siga mostrando un crecimiento por sobre su tendencia, lo que implicaría presiones inflacionarias incoherentes con la meta de inflación.

Sin duda que los riesgos son importantes, pero la política monetaria cuenta con las herramientas necesarias para mitigar el eventual impacto de escenarios externos más adversos que lo previsto, como en el pasado reciente.

Permítanme ahora realizar unos breves comentarios para finalizar mi exposición.

Comentarios finales

El escenario externo es complejo, pero nuestra economía ha mostrado un importante resiliencia a los efectos de la Gran Recesión. La combinación de significativos impulsos fiscales y monetarios en el 2009 logró aminorar los efectos de la crisis externa. Así, tras un par de trimestres donde la incertidumbre se apoderó del mundo entero y golpeó con particular fuerza a nuestra economía, nos recuperamos con gran vigor. Incluso después de sufrir los embates del terremoto y maremoto de febrero del 2010, Chile retomó rápidamente una senda de crecimiento sostenido, con una histórica recuperación del empleo, y una fuerza que aún se mantiene. Todo esto, en un contexto de baja inflación, a pesar de los *shocks* de precios internacionales.

La política monetaria ha demostrado en los hechos que puede actuar con flexibilidad y determinación, y ser decisiva en la atenuación de los impactos del ciclo externo sobre nuestra economía. Como ya lo señalé, a tres años de detonarse la crisis financiera mundial seguimos sufriendo sus efectos. Lo más probable es que sus reverberaciones continuarán por un buen tiempo más. La labor de la política monetaria es mantener la capacidad de reacción necesaria para enfrentar tiempos difíciles. Del mismo modo que la ha tenido para retirar los estímulos oportunamente y evitar costosos ajustes posteriores.

El Consejo seguirá cumpliendo con el objetivo que la ley le mandata en cuanto a velar por la estabilidad de precios y el normal funcionamiento del sistema de pagos. Por ello, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política. Un ambiente de inflación baja mejora el bienestar de los hogares, en particular de aquellos que tienen menos capacidad de protegerse contra los aumentos de los precios. Asimismo, mantener una inflación baja y estable permite atenuar las fluctuaciones de la actividad y el empleo, lo que contribuye al bienestar de las personas. Chile debe seguir por una senda de crecimiento que asegure un continuo progreso de las condiciones de vida de sus habitantes.

El mundo, incluyendo a nuestro país, enfrenta momentos decisivos. Los países desarrollados deben realizar ajustes costosos y complejos, pero ineludibles. La experiencia del mundo desarrollado confirma la importancia de preservar los equilibrios macroeconómicos, públicos y privados, así como un sistema financiero sólido y bien regulado. La fragilidad de los sistemas financieros y las cuentas fiscales en algunas de las economías desarrolladas han provocado un retroceso en sus estándares de vida y podría comprometer por un tiempo prolongado su capacidad de crecimiento.

Para finalizar, quiero hacer una reflexión personal.

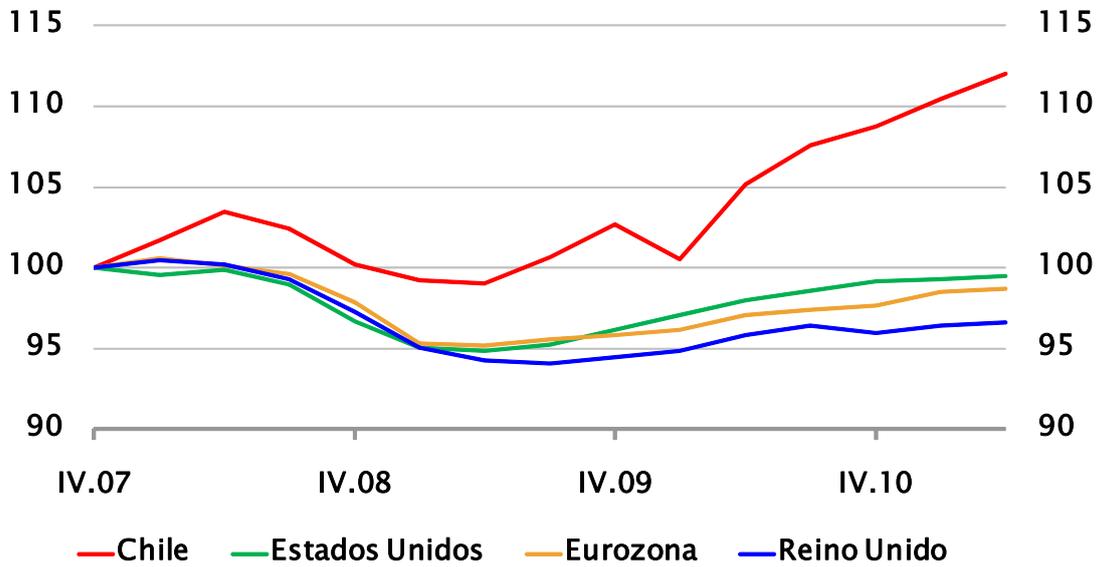
A pesar de todo lo descrito sobre los nubarrones externos, el panorama macroeconómico que les he descrito hoy es favorable para nuestra economía. La economía chilena ha experimentado notables progresos, no solo en el ámbito del manejo macroeconómico sino también en muchos otros aspectos. Por ello, no dejo de recordar la frase de Felipe Cubillos, uno de los ciudadanos ejemplares que perdimos en la tragedia de Juan Fernández: *“Soy un indignado porque, pese a todos los problemas que tenemos como sociedad, hemos tenido avances notables en las últimas décadas, y hoy nadie se atreve a reconocer su paternidad o maternidad”*.

Todos debiéramos sentirnos orgullosos por los logros alcanzados en las últimas décadas. Así lo reconoce el mundo y así lo atestigua una mirada desapasionada y seria de los datos. Nunca en nuestra historia económica habíamos tenido mejor desempeño frente a una crisis de las proporciones de la que atravesamos. Nunca en nuestra historia habíamos tenido más de dos décadas de tanto progreso económico. Nunca hemos estado mejor preparados para afrontar nuevos desafíos frente a un incierto panorama internacional. Chile ha crecido, la pobreza ha caído y la calidad de vida de los chilenos ha mejorado ostensiblemente en los últimos más de veinte años. En la coyuntura actual hemos alcanzado niveles de desempleo bajo sus promedios históricos, significativos aumentos de los salarios, récords de creación de empleo, y una baja inflación para todos.

Pero el progreso trae nuevas demandas y ciertamente tenemos tareas pendientes y urgentes. Existen áreas en las que el estado de las cosas debiera avergonzarnos a todos quienes tenemos responsabilidades públicas. Sin embargo, debemos avanzar hacia un país mejor y más justo sobre las bases de lo ya construido, buscando nuevos acuerdos para abordar los desafíos que hoy enfrentamos.

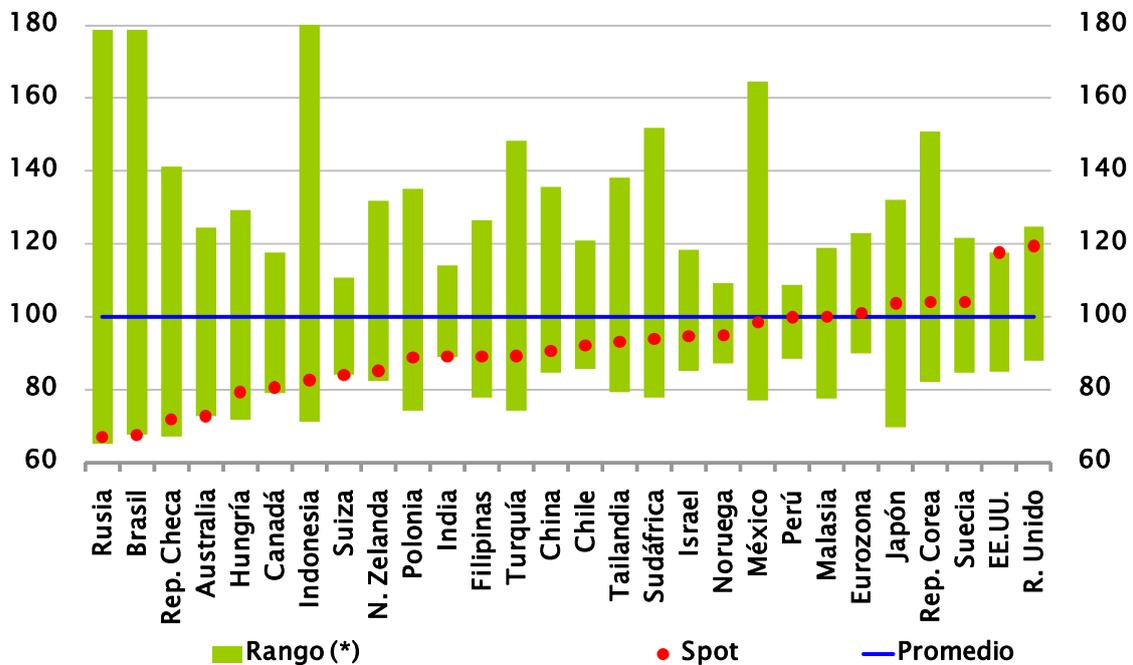
Muchas gracias.

Gráfico 1
Producto interno bruto
 (índice IV.07=100, series trimestrales)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

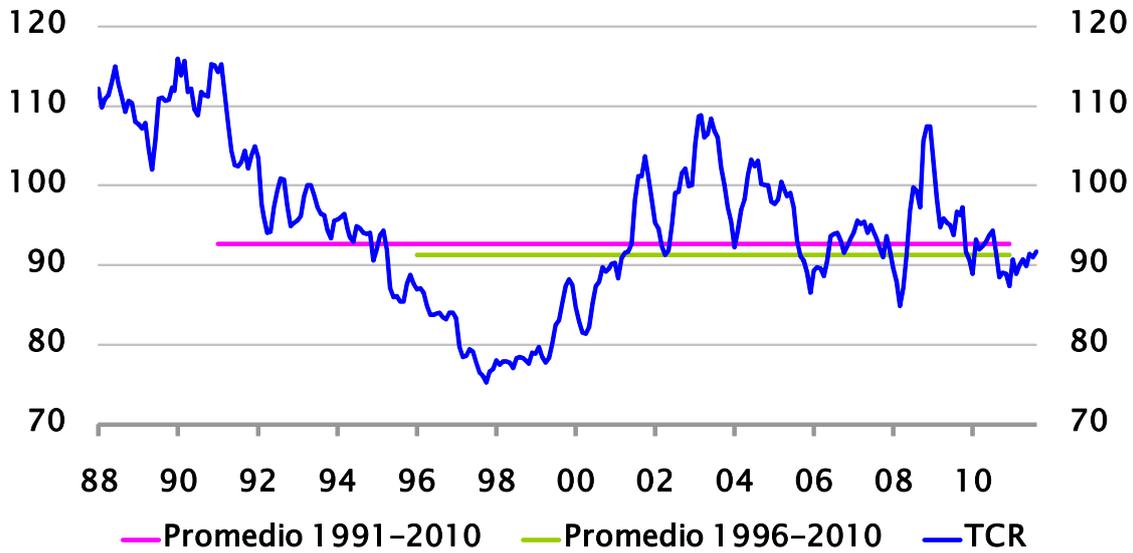
Gráfico 2
Tipo de cambio real en el mundo
 (índice promedio julio 1994 – julio 2011 = 100)



(*) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado. La escala fue ajustada para Indonesia a 180. El valor máximo que alcanzó el índice para este país fue de 225.

Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales (BIS).

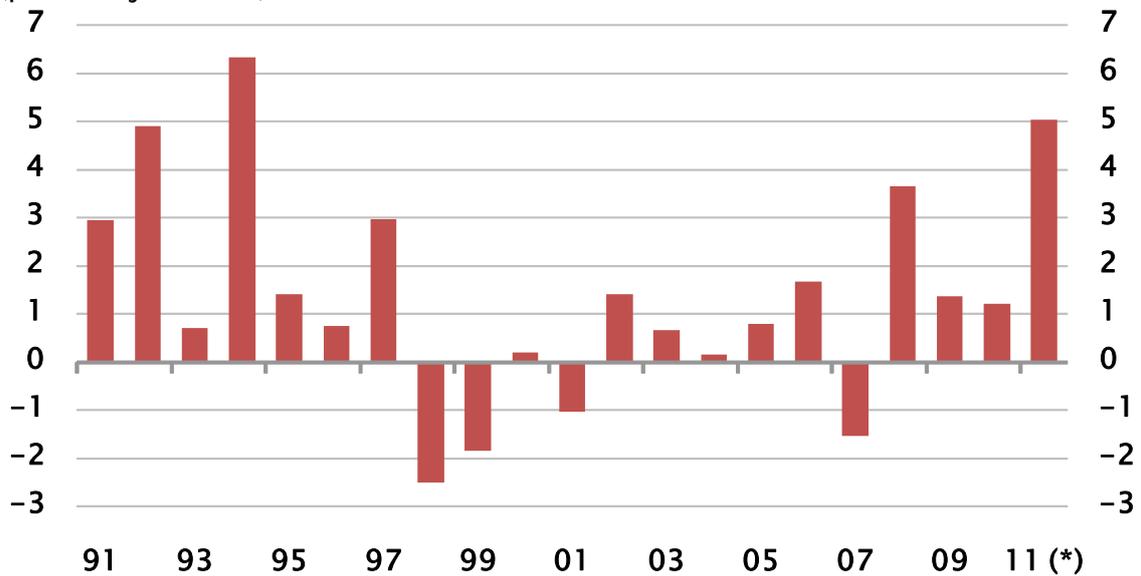
Gráfico 3
Tipo de cambio real (*)
 (índice 1986=100)



(*) Preliminar para agosto del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

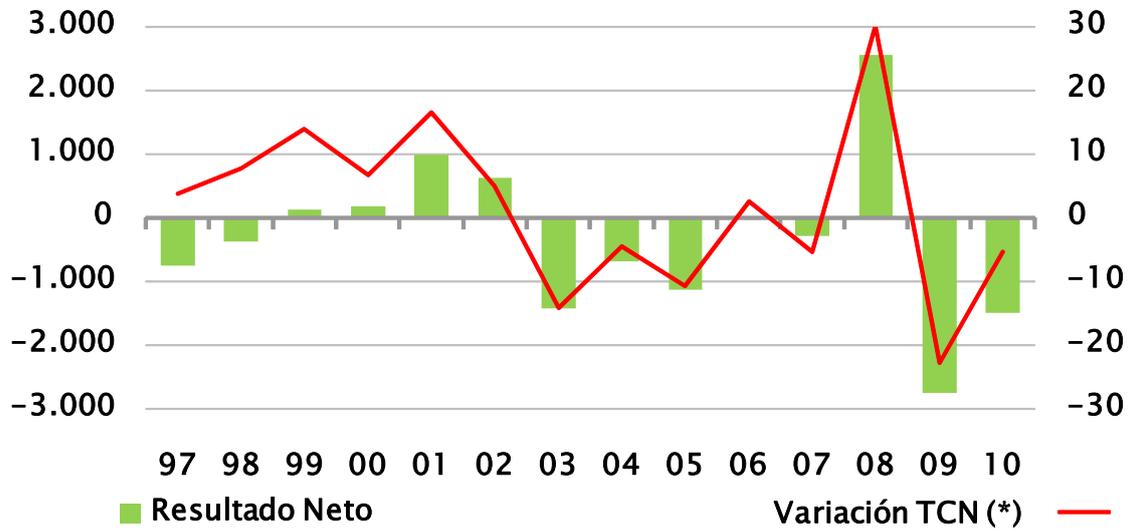
Gráfico 4
Cambio de las reservas internacionales del Banco Central de Chile
 (porcentaje del PIB)



(*) Las reservas consideran la compra de los US\$12.000 millones que se anunció en enero de este año. Para el PIB se utilizan las proyecciones de crecimiento y de inflación estimadas en el IPoM de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

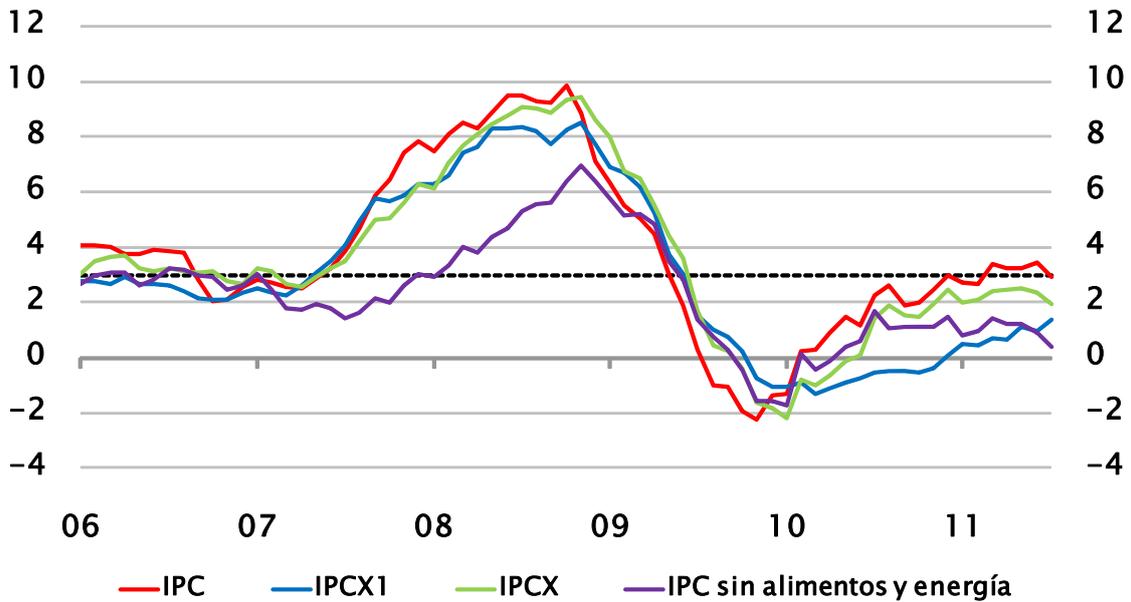
Gráfico 5
Balance del Banco Central
(miles de millones de pesos; porcentaje)



(*) Corresponde a la variación anual del tipo de cambio a diciembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

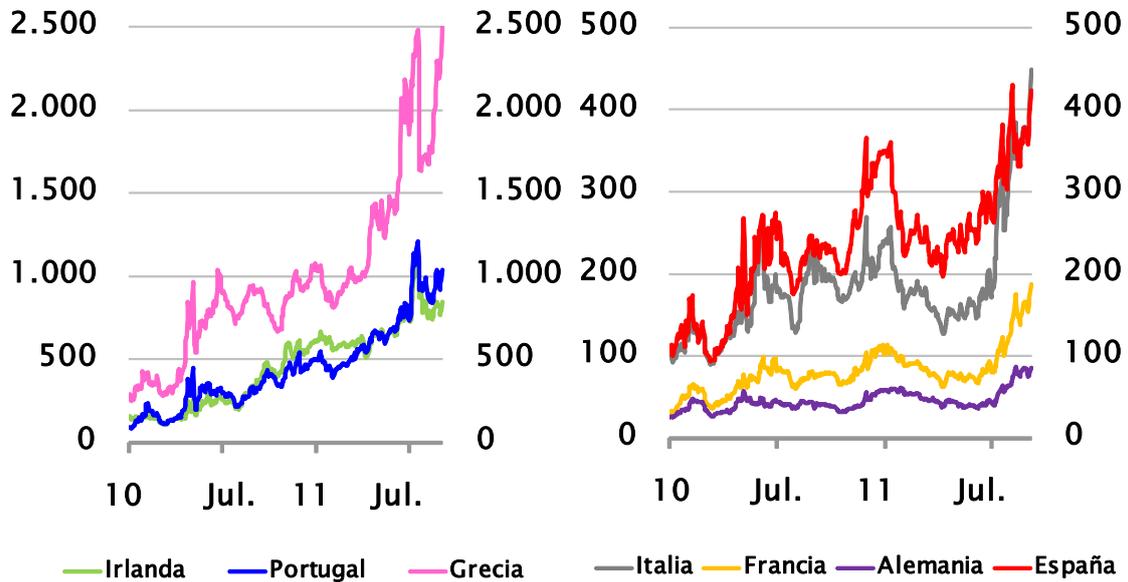
Gráfico 6
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 7

Premios por riesgo soberano (*)
(puntos base)



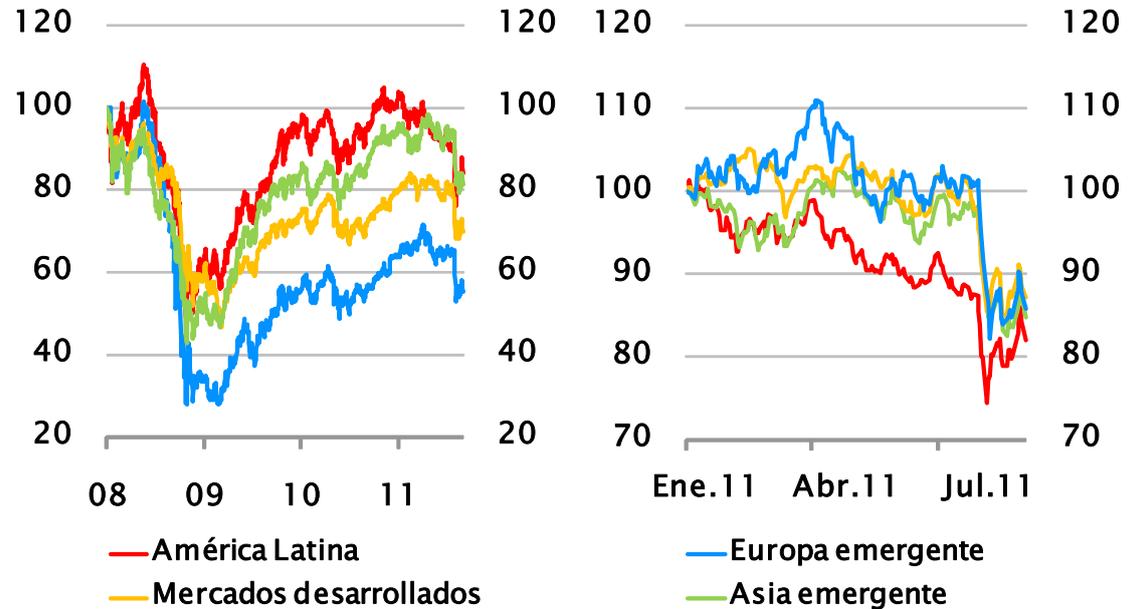
(*) Medidos a través de los premios CDS a 5 años.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8

Bolsas mundiales (*)

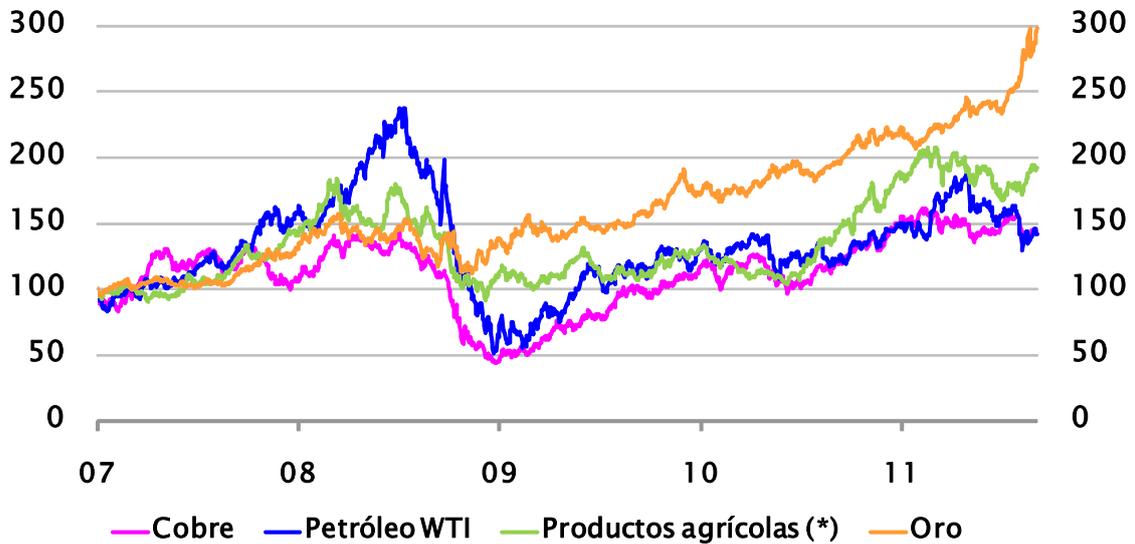
(índice 01/01/2008=100; 03/01/2011=100)



(*) Corresponde a los índices MSCI en moneda local.

Fuente: Bloomberg.

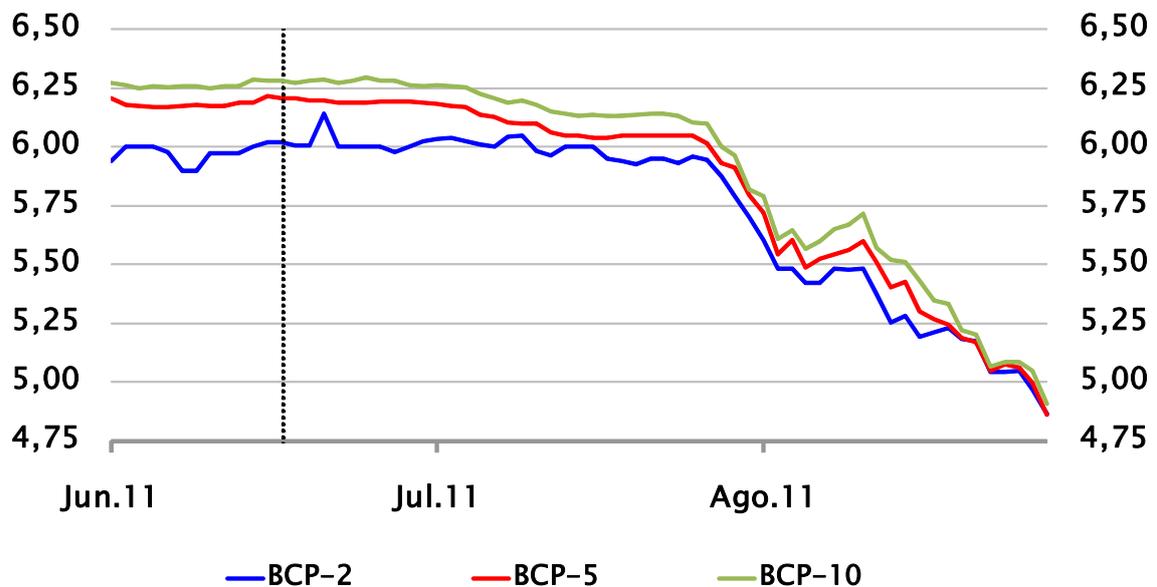
Gráfico 9
Precios de materias primas
 (índice 01/01/2007=100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 10
Tasas de interés nominales de los documentos de Banco Central de Chile (*)
 (porcentaje)



(*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM junio 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

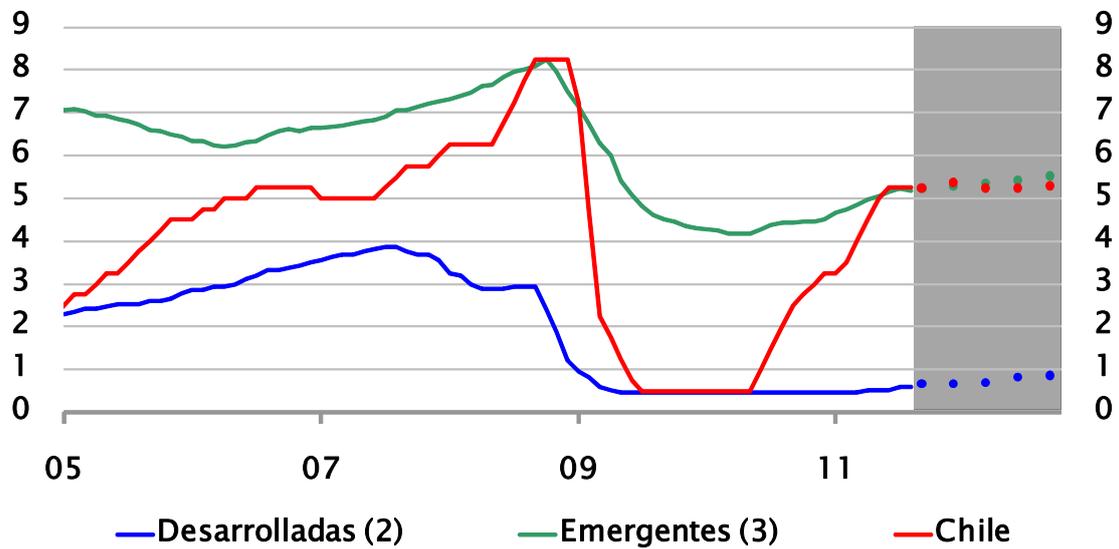
Tabla 1
Crecimiento mundial
 (variación anual, porcentaje)

	Promedio 00-07	2009	2010 (e)	2011 (f)		2012 (f)		2013 (f)
				IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	IPoM Jun. 11	IPoM Sep. 11	IPoM Sep. 11
Mundo a PPC	4,2	-0,6	5,0	4,1 ▼	3,9	4,5 ▼	4,0	4,5
Mundial a TC de mercado	3,2	-2,1	3,8	3,2 ▼	3,0	3,8 ▼	3,3	3,7
Estados Unidos	2,6	-3,5	3,0	2,7 ▼	1,6	3,2 ▼	2,0	2,8
Eurozona	2,2	-4,1	1,7	1,7 =	1,7	1,5 ▼	1,2	2,1
Japón	1,7	-6,3	4,0	-0,6 ▲	-0,5	3,1 ▼	2,8	1,8
China	10,5	9,2	10,3	8,9 ▲	9,0	8,6 ▼	8,3	8,7
Resto de Asia	5,1	0,1	7,8	4,8 ▲	4,9	4,9 ▼	4,5	5,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	-2,0	6,3	4,2 =	4,2	4,3 ▼	3,9	4,2
Exp. de productos básicos	3,1	-1,2	2,9	2,7 ▼	2,2	3,0 ▼	2,5	3,2
Socios comerciales	3,6	-0,4	5,9	4,3 ▼	4,2	4,7 ▼	4,3	4,6

(e) Estimación. (f) Proyección.

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

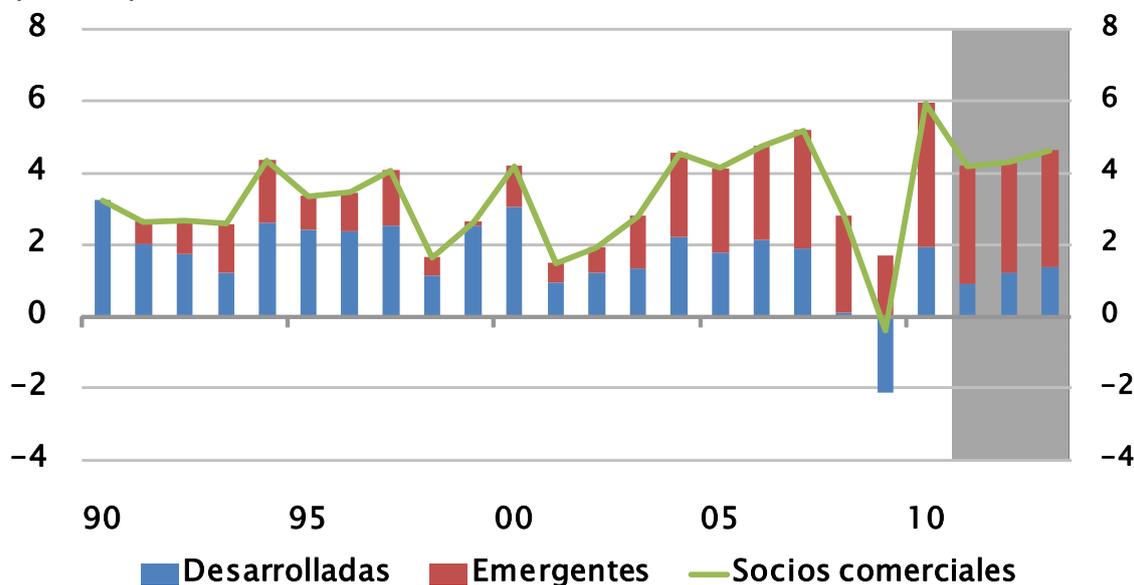
Gráfico 11
Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo (1)
 (porcentaje)



(1) Promedio simple de las tasas de política monetaria de cada grupo de países. Área gris a partir de septiembre 2011 corresponde a expectativas de mercado de la encuesta Bloomberg. Para Chile, se considera el promedio de la interpolación lineal entre la EEE de agosto y la EOF de la segunda quincena de agosto. (2) Incluye Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido. (3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bancos centrales de los respectivos países y Bloomberg.

Gráfico 12
Contribución al crecimiento de socios comerciales (*)
 (puntos porcentuales)



(*) Área gris a partir del 2011 corresponde a proyección.

Fuente: Banco Central de Chile sobre la base de una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas estadísticas de cada país.

Tabla 2
Supuestos del escenario base internacional

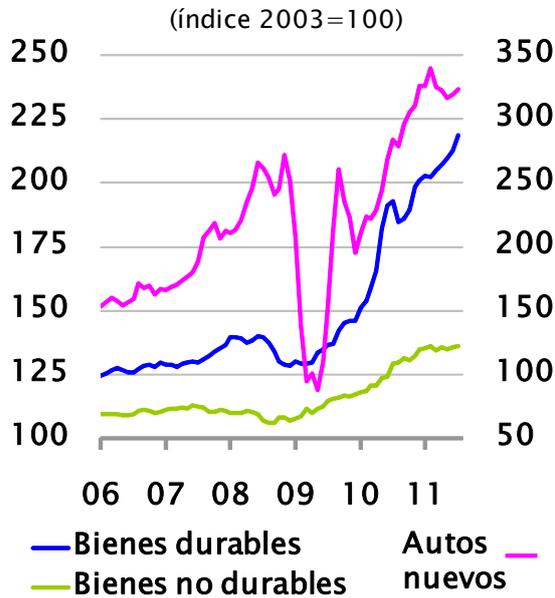
	2009	2010 (e)	2011 (f)		2012 (f)		2013 (f)	
			IPoM jun. 11	IPoM sep. 11	IPoM jun. 11	IPoM sep. 11	IPoM sep. 11	
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	4,6	23,8	-1,6	-1,8	-2,1	-5,3	-2,6	
PIB socios comerciales	-0,4	5,9	4,3	4,2	4,7	4,3	4,6	
PIB mundial a PPC	-0,6	5,0	4,1	3,9	4,5	4,0	4,5	
PIB mundial a TC de mercado	-2,1	3,8	3,2	3,0	3,8	3,3	3,7	
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,0	9,8	2,8	2,9	2,1	
			(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	234	342	415	415	400	370	350	
Precios del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	99	93	103	89	91	
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	471	598	825	816	832	797	774	
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,9	0,3	0,3	

(e) Estimación. (f) Proyección.

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

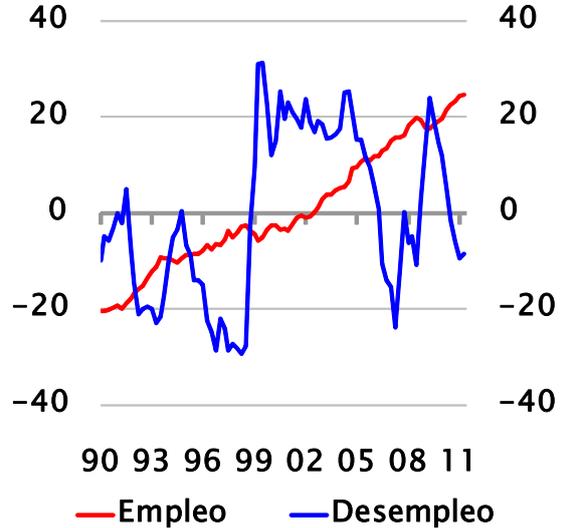
Gráfico 13

Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (1)(2)



Empleo y desempleo (1)

(índice, centrado en la media del período 1990-2011)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Ventidas en el trimestre móvil.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio y Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.

Tabla 3

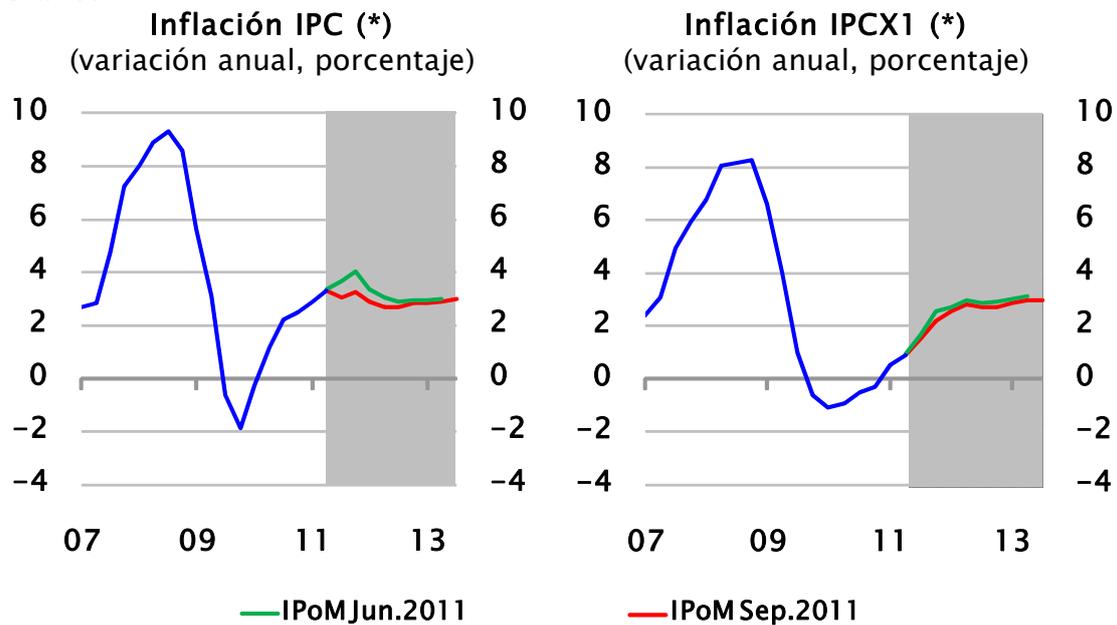
Crecimiento económico y cuenta corriente
(variación anual, porcentaje)

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
PIB	-1,7	5,2	6,25-6,75	4,25-5,25
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,6	4,2
Demanda interna	-5,9	16,4	9,1	4,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	9,7	5,4
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	14,4	7,1
Consumo total	1,9	9,3	8,2	4,9
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	6,5	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	12,0	4,6
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	-1,0	-2,1

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

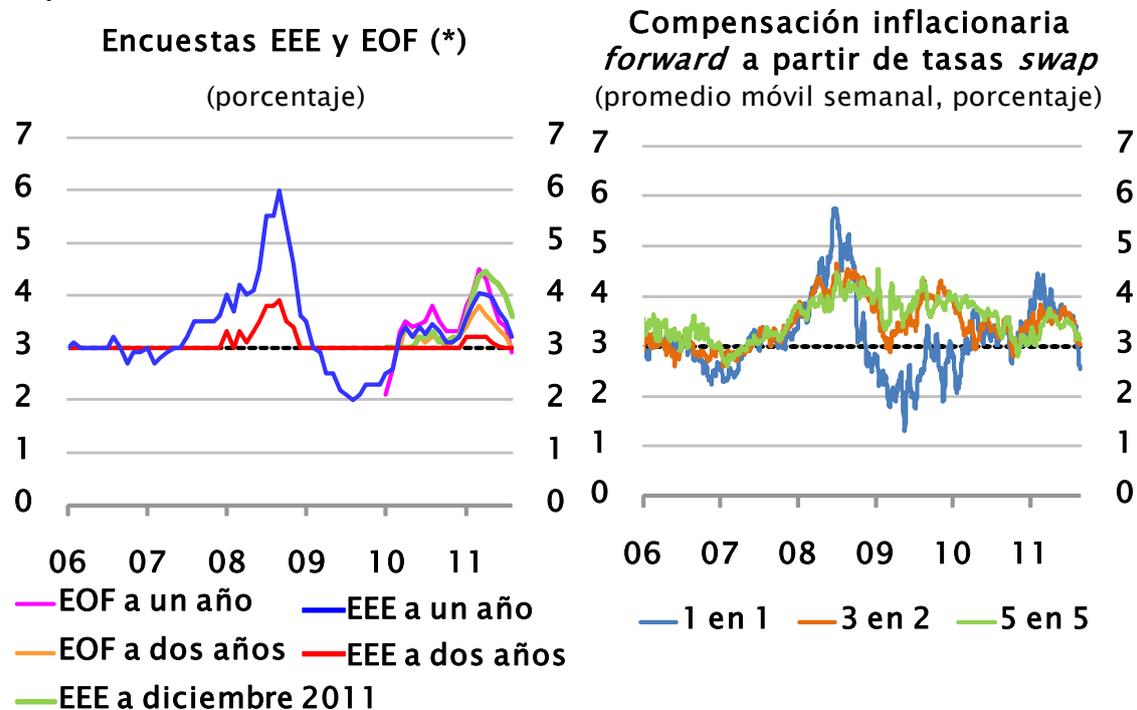


(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2011, corresponde a la proyección.

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

Gráfico 15

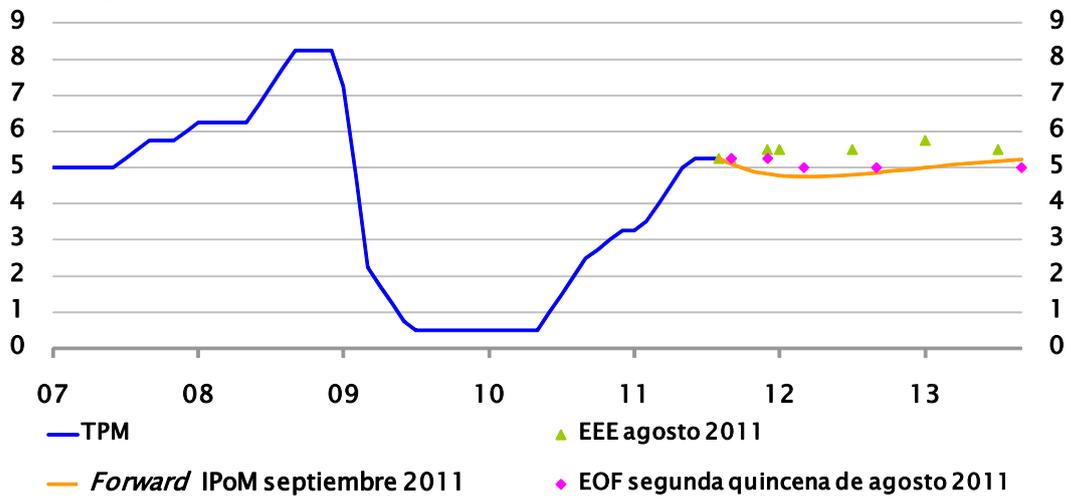
Expectativas de inflación



(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes excepto para agosto 2011 que considera la encuesta de la segunda quincena del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 16
TPM y expectativas
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.