



**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
20 de junio de 2011

* El *Informe de Política Monetaria* de junio del 2011 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2011 se pueden encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, senador Eduardo Frei, 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 y financieros recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria y financiera. Ellos están contenidos en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) correspondiente a junio del 2011 y el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre del 2011.

En el IPoM de marzo pasado señalábamos que la economía chilena se enfrentaba a importantes desafíos. En particular, a la configuración de un escenario en el que la inflación podía mostrar incrementos relevantes en los meses venideros. En esa ocasión, dijimos que la tarea de la política monetaria era retirar oportunamente el estímulo monetario, de modo de asegurar que las presiones inflacionarias que observábamos y, especialmente, los riesgos presentes, no alteraran la convergencia de la inflación a la meta de tres por ciento.

En concordancia con ello, el Consejo actuó preventivamente y aumentó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 150 puntos base entre marzo y mayo de este año, llevándola a niveles por sobre los que el mercado preveía. Este manejo, se dio en medio de un escenario donde algunos de los riesgos previstos en marzo se habían concretado y otros habían amainado. En particular, como lo detallaré en unos momentos, la actividad creció por sobre lo esperado en el primer trimestre, lo que nos lleva a proyectar que su tasa de expansión anual se ubicará en un rango superior al considerado en marzo. En cambio, el comportamiento de los precios de las materias primas en los mercados externos ha sido más benigno, con una detención del alza, y disminuciones en el margen, del precio del petróleo y de algunos alimentos.

En la reunión de junio, realizada la semana pasada, redujimos el ritmo de incremento de la TPM, llevándola a 5,25 por ciento. Además, indicamos que, en el escenario más probable, serán necesarios nuevos aumentos de la TPM, cuya oportunidad dependerá de la información que recibamos y de sus implicancias.

Los cambios en la política monetaria operan con rezagos sobre la actividad y la inflación. En el escenario base, que les presentaré en unos momentos, la plena transmisión del retiro del estímulo monetario contribuirá a que el actual dinamismo de la economía se modere y establezca en tasas en torno al crecimiento de tendencia, contribuyendo simultáneamente a que la inflación se ubique en tres por ciento en el horizonte de proyección. Pero los riesgos persisten.

Permítanme entonces describir cuáles son los factores que dan forma al escenario base y los riesgos que podrían afectarlo.

Escenario macroeconómico

La inflación total continúa en torno a tres por ciento anual, al mismo tiempo que los registros subyacentes, aunque con una trayectoria ascendente, siguen contenidos, ambos en niveles por debajo de los previstos en marzo (gráfico 1). La principal noticia de los últimos meses ha sido la atenuación de algunos de los riesgos inflacionarios identificados en ese entonces. Los precios internacionales de las materias primas no siguieron aumentando y la propagación de los *shocks* de precios específicos ha sido acotada. Esto y las decisiones de política monetaria han colaborado para que menguaron los temores de una mayor aceleración inflacionaria que se apreciaban en marzo. Con ello, las expectativas privadas de inflación muestran un descenso en los últimos dos meses, aunque algunas se mantienen sobre la meta (gráfico 2).

Los datos del primer trimestre mostraron una rápida expansión de la actividad y la demanda interna, por sobre la esperada en marzo. Indicadores parciales del segundo cuarto del año dan cuenta de una economía que, si bien sigue creciendo a tasas elevadas, presenta cierta moderación. Destaca la fortaleza del dinamismo del consumo privado y, en menor medida, del componente de maquinaria y equipos de la inversión. La evolución del consumo es coherente con sus determinantes, en particular el incremento del ingreso de los hogares, dado que tanto el empleo como los salarios continúan aumentando. Las condiciones financieras que enfrentan hogares y empresas siguen favorables.

En el escenario base, el crecimiento del PIB se ubicará este año entre 6 y 7 por ciento. Este rango es superior al previsto en marzo, coherente con el sesgo al alza que se identificó entonces. El mayor crecimiento responde a cifras efectivas del primer trimestre por sobre lo anticipado. En lo que resta del año la demanda interna se moderará, en línea con lo previsto en marzo. En particular, la velocidad de crecimiento del PIB de los sectores distintos de recursos naturales se aproximará rápidamente a la tasa tendencial, la que sigue estimándose en cinco por ciento. Este escenario considera que, en promedio, las brechas de capacidad se mantendrán cerradas a lo largo del horizonte de proyección.

Por el lado de la demanda, el mayor crecimiento en el primer trimestre se explicó principalmente por la aceleración del consumo privado. El escenario base asume que en el 2011 este componente del gasto crecerá por sobre lo previsto en marzo, aunque con una desaceleración del consumo durable. Este último muestra algunas señales incipientes de moderación, como se desprende, entre otros, de la evolución de la venta de automóviles. Con todo, la expansión esperada del consumo tendrá una incidencia importante en el crecimiento de la demanda interna, que aumentará 8,5 por ciento en el año. La formación bruta de capital fijo reducirá su incidencia en el crecimiento del PIB. Sin embargo, seguirá expandiéndose a tasas anuales de dos dígitos, con lo que la inversión, medida a precios del 2003, será algo inferior a 30 por ciento del PIB. El volumen de las exportaciones de bienes y servicios crecerá en torno a 7 por ciento este año, con una composición en que las exportaciones no mineras tendrán un incremento mayor a esa cifra. En el caso del sector público, el escenario base supone que el déficit estructural se ajustará hasta alcanzar a uno por ciento del PIB hacia fines del período de la actual administración, acorde con lo anunciado por las autoridades (tabla 1).

El panorama externo sigue favorable para Chile, en cuanto a la situación de términos de intercambio, crecimiento de los socios comerciales y condiciones de financiamiento externo, pero algunos riesgos negativos se han acentuado. Junto con ello, ha aumentado la dicotomía entre economías desarrolladas y emergentes en términos de perspectivas de crecimiento y tasas de interés. Además, los registros de inflación han seguido subiendo en varios países, pero, al igual que en Chile, la preocupación generalizada que existía a comienzos de año por el devenir del escenario inflacionario ha disminuido.

En el escenario externo, a diferencia de anteriores IPoM, en esta ocasión las proyecciones son similares a las del consenso del mercado, puesto que estas últimas se corrigieron a la baja. En el agregado, la proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se mantiene respecto de marzo. Sin embargo, hay variaciones importantes en su composición. Se prevé que el PIB mundial crecerá algo más de 4 por ciento en el bienio 2011-2012, con una menor expansión de Estados Unidos y Japón. Esto se compensa con un crecimiento algo mayor en las economías emergentes (tabla 2).

La percepción de mayor debilidad en el mundo desarrollado ha afectado los precios de los productos básicos. Estos no siguieron aumentando al ritmo que traían desde mediados del 2010, y se han producido algunas correcciones en el margen. No obstante, están en niveles históricamente altos, que reflejan, principalmente, el dinamismo de la demanda de economías emergentes y algunos problemas de oferta (gráfico 3). El precio del barril de petróleo WTI alcanzó un máximo de 114 dólares a fines de abril, luego descendió, y al cierre de este IPoM se ubicaba por debajo de 100 dólares. El precio de los alimentos, considerando el índice agregado de la FAO, llegó a un nivel máximo en febrero, alrededor del que ha oscilado desde entonces. El escenario base supone que no habrán grandes cambios en los precios de las materias primas durante los próximos dos años.

Se ha seguido ampliando la diferencia entre las tasas de interés en las economías desarrolladas y emergentes en los distintos plazos (gráfico 4). El dólar ha continuado depreciándose y las monedas emergentes han seguido ganando valor. La paridad peso/dólar no ha escapado a esta tendencia, aunque de manera más atenuada. El tipo de cambio real ha aumentado marginalmente (gráfico 5). Este incremento del tipo de cambio es algo mayor si se compara con el nivel que mostraba antes de que el Banco iniciara su programa de compra de divisas. La persistente debilidad del dólar a nivel global ha llevado a que los tipos de cambio real de distintas economías se ubiquen en los valores mínimos, o cerca de ellos, de la última década (gráfico 6). Con todo, el tipo de cambio real chileno está en niveles coherentes con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que permanecerá en estos valores en los próximos trimestres.

En los últimos meses, los registros de inflación han seguido dominados por la incidencia de los aumentos del precio de los alimentos y combustibles. Cerca de dos tercios de la inflación acumulada entre marzo y mayo se debe a la suma de ambos factores (gráfico 7). La inflación subyacente, en particular el IPCX1, sigue en niveles acotados, sin dar cuenta de una proporción inusual de estos *shocks*.

En el escenario base, se prevé que el aumento de la inflación total será algo menor que lo considerado en marzo. La inflación IPC finalizará el año en cuatro por ciento, ubicándose por algunos meses en torno a este valor. En el 2012, convergerá a tres por ciento y se

mantendrá alrededor de la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2013. La inflación subyacente seguirá aumentando y convergerá gradualmente a tres por ciento. Las proyecciones privadas son coherentes con este escenario de menor inflación a lo largo del horizonte de proyección (gráfico 8). Esta proyección se fundamenta en que la economía mantendrá, en promedio, brechas de capacidad cerradas a lo largo del horizonte de proyección y la propagación de los *shocks* de precios específicos seguirá siendo acorde con el promedio histórico, como en los últimos meses. Respecto de la política monetaria, como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se desprende de las diversas medidas de expectativas (gráfico 9).

Como es habitual, existen riesgos que pueden hacer que el escenario macroeconómico aquí descrito se desvíe del proyectado. En esta oportunidad, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

Aunque atenuado respecto de marzo, un riesgo relevante es la persistencia y propagación del *shock* de precios específicos de los últimos trimestres. Si bien se estima una relativa estabilidad de los precios de materias primas en los mercados externos, no pueden descartarse precios mayores. Sus efectos en la inflación local podrían ser relevantes por el estado de las holguras de capacidad. El mercado laboral muestra un dinamismo importante. La tasa de desocupación ha llegado a niveles bajos en comparación histórica, se observa un aumento importante del empleo y diversas fuentes de información dan cuenta de la dificultad de conseguir mano de obra calificada en algunas regiones y sectores de la economía. El incremento anual de los salarios es mayor que a fines del 2010 (gráfico 10). No obstante, la combinación de mayor empleo, salarios y crecimiento económico ha permitido que los costos laborales unitarios muestren tasas de variación acordes con la meta. Con todo, el desarrollo del mercado laboral debe ser seguido con especial atención para evitar la incubación de presiones.

La evolución de la actividad y la demanda también son relevantes en este ámbito. De seguir creciendo con el dinamismo que exhibieron en el primer trimestre, podrían llevar a una sobreutilización de la capacidad instalada, con las consiguientes presiones inflacionarias que ello provocaría. Particular atención hemos puesto al consumo. Sin embargo, es improbable que el dinamismo actual se pueda sostener por un tiempo prolongado. En una perspectiva más larga, el aumento reciente del consumo puede responder a la recuperación de niveles posterior a la crisis del 2008-2009 y al terremoto y maremoto del 2010. Estimaciones de la relación entre el consumo, el ingreso y sus niveles de tendencia no muestran diferencias significativas (gráfico 11). Además, una parte relevante de los componentes del consumo que exhiben los mayores aumentos —durables y vestuario— tiene un origen eminentemente importado, por lo que un tipo de cambio menor favorece su consumo y reposición, más aún considerando que su tasa de depreciación se puede haber acelerado por la velocidad de los cambios tecnológicos. Esto se complementa con los bajos precios que estos bienes han tenido en dólares.

También en este ámbito, el crecimiento del crédito de consumo, aunque con mayor velocidad en el margen, no da cuenta de aumentos comparables a los observados en fases de expansión previas o a lo que se observa en otras economías emergentes (gráfico 12). Sobre las implicancias de la evolución del crédito, el IEF señala que, hasta ahora, el

endeudamiento no ha aumentado por sobre su tendencia de largo plazo, requiriéndose tasas de crecimiento futuras históricamente elevadas para llegar a niveles de endeudamiento que configuren un escenario de riesgo sistémico. Además, los indicadores de riesgo de crédito bancario de los hogares exhiben una mejora sostenida y tienden a estabilizarse durante el último año (gráfico 13 y tabla 3). No obstante lo anterior, es importante que los intermediarios mantengan una actitud vigilante en esta fase del ciclo.

En los últimos días ha salido a la luz pública la grave situación financiera de una casa comercial —La Polar— luego que su directorio reconociera la existencia de reprogramaciones no autorizadas de créditos a clientes morosos. Estos hechos son gravísimos y han causado un severo daño a sus clientes e inversionistas.

No obstante la severidad de la situación de La Polar, todas las evaluaciones técnicas que hemos realizado nos llevan a afirmar que no está en riesgo la estabilidad del sistema financiero y que sus implicancias sobre el sistema de pagos son acotadas.

Como se enfatiza en el IEF que les presentamos, el sistema bancario chileno es solvente y líquido, y, por lo tanto, capaz de absorber la frágil posición financiera de La Polar. El análisis incluido en el *Informe* también indica que no existe un problema de sobreendeudamiento generalizado en los hogares chilenos.

El análisis de la información recolectada en la Encuesta Financiera de Hogares corrobora esta visión. Los patrones de endeudamiento de los hogares, en especial en los segmentos de menores ingresos, no han variado significativamente antes y después de la crisis financiera global. Esto es relevante, porque análisis previos a la crisis muestran una capacidad de pago de los hogares relativamente robusta. Según esa información, los hogares con mayor endeudamiento son aquellos con una menor probabilidad de perder sus ingresos. Por otra parte, posterior a la crisis global del 2008-2009, se estima que la fracción de hogares en situación de riesgo financiero se ubica en torno a 4 por ciento, similar a la cifra del 2007¹.

Los antecedentes públicamente conocidos apuntan a graves problemas en el gobierno corporativo de esta compañía, con políticas crediticias irresponsables y abusivas e importantes deficiencias en la información sobre su cartera de créditos que fue entregada a inversionistas y organismos supervisores. También es probable que se hayan cometido delitos sobre la provisión de información y la operación de las actividades crediticias.

Esto ha levantado una discusión acerca del rol que debieran haber cumplido distintos cuerpos, incluyendo la administración, directorio, auditores y clasificadores de riesgo. Ciertamente en este ámbito ha habido fallas graves que es necesario esclarecer. También es necesario establecer eventuales debilidades de nuestro marco de regulación y fiscalización.

Quisiera destacar, sin embargo, que —en este momento— es importante dejar que los mecanismos de supervisión y sanción contemplados en las normas de las leyes de mercado

¹ Hogares en riesgo financiero se definen como aquellos cuya deuda es el 75 por ciento de su ingreso anual y cuyo gasto es 20 por ciento superior a sus ingresos. Esto se estima en el momento de la encuesta, por lo tanto esto incluye hogares que pueden estar pasando por dificultades transitorias o tener un problema de solvencia. Los datos aquí presentados corresponden a hogares en la Región Metropolitana.

de valores y sociedades anónimas se apliquen. Del igual modo, se debe investigar y castigar con todo el peso de la normativa y la ley a aquellos que sean responsables de los daños causados. Es fundamental evitar que este tipo de hechos vuelvan a ocurrir.

Este caso revela dos falencias importantes sobre las cuales debemos sacar lecciones en materia legislativa, regulatoria y de fiscalización. Lo que tenemos hoy día es ciertamente insuficiente. La primera es la defensa del cliente financiero. No queda duda de que es importante fortalecerla. El fortalecimiento del área financiera del Sernac y la implementación de contratos de créditos estandarizados, que sean muy claros en la reglas de reprogramación, prohibiendo prácticas abusivas, apuntan en esa dirección. El segundo aspecto se refiere a la protección de los inversionistas, asegurando que estos reciban una información confiable y se eviten los engaños que aparentemente habrían ocurrido. El Banco está plenamente disponible a colaborar en estas discusiones.

Otro aspecto importante de la operación de la industria del *retail* es la protección del normal funcionamiento del sistema de pagos, en la medida que hay comercios que aceptan las tarjetas de crédito de las casas comerciales como medio de pago. En concreto, lo que se busca es resguardar que los comercios asociados a la tarjeta de crédito reciban lo adeudado en forma oportuna. Este aspecto se encuentra regulado en la normativa del Banco Central. Al respecto, quiero hacer notar que el sistema de pagos, que es una de las responsabilidades que la ley ha encargado al Banco Central, ha operado adecuadamente.

Volviendo a la descripción del escenario macroeconómico y sus riesgos, en el panorama externo la evolución reciente de los indicadores económicos, especialmente en las economías desarrolladas, podría señalar un debilitamiento más prolongado en el crecimiento de estos países. Este escenario, debe ser evaluado con cuidado, pues otros factores transitorios, relacionados con los efectos disruptivos del terremoto en Japón y el alza del precio del petróleo, podrían haber influido en las noticias recientes. El riesgo de que esta mayor debilidad de las economías desarrolladas se concrete, acentuaría la diferencia en su ritmo de crecimiento respecto de las emergentes. Esto exacerbaría los diferenciales de tasas de interés en el mundo, incrementando los movimientos de capitales hacia los mercados emergentes y las tensiones cambiarias, y dificultaría el manejo de las políticas macroeconómicas. Se suma, que los riesgos en algunas economías europeas se han exacerbado notoriamente en los últimos días y aún no existe un camino claro de solución para esta situación, lo que ha agudizado las tensiones en los mercados financieros. Además sigue sin resolverse la situación de los desbalances globales. Tampoco está claro cómo se darán los importantes ajustes para la consolidación fiscal de parte de Europa y Estados Unidos. Esto es aun más incierto al considerar que deben ocurrir en un ambiente de escaso dinamismo de la demanda privada y en que la banca presenta una situación financiera aún compleja, con altas necesidades de financiamiento, exposición a deuda pública y una importante interconexión al interior de Europa.

También persiste la preocupación por la forma cómo las autoridades monetarias de las economías emergentes continuarán enfrentando las presiones inflacionarias. Esto es especialmente relevante en Asia, región donde algunas economías muestran indicadores de estrechamiento de las holguras de capacidad y tasas de crecimiento de la actividad que siguen por sobre su tendencia. El riesgo de un ajuste más abrupto en su crecimiento, en particular de China, impactaría el PIB mundial y los precios de las materias primas.

El IEF recoge estos riesgos, concluyendo que los principales desafíos para el sistema financiero chileno se asocian a un manejo prudente de las favorable condiciones de financiamiento externo que debiesen imperar en el escenario base, pero que podrían revertirse en varios de los escenarios de riesgo que acabo de mencionar.

Dado lo anterior, este *Informe* se aboca con especial énfasis a evaluar la gestación de riesgos asociados con un mayor endeudamiento en el exterior de firmas e intermediarios financieros, en especial los descalces de plazo y moneda, y una sobrevaloración de activos financieros claves. Esto en un contexto de flujos de capitales brutos que son relativamente altos desde una perspectiva histórica y en comparación con otras economías emergentes (gráfico 14). El análisis de la situación actual entrega como principal conclusión que no existe evidencia de que se estén generando vulnerabilidades asociadas a las entradas brutas de capitales con implicancias sistémicas.

Por el lado de las empresas, el IEF destaca que, el grueso del financiamiento que estas obtienen desde el exterior corresponde a Inversión Extranjera Directa, y en particular a la reinversión de utilidades. Por otra parte, si bien la deuda con el exterior ha aumentado, las principales razones financieras de las empresas de mayor tamaño y el descalce cambiario se mantienen estables (gráfico 15).

En lo que concierne a los bancos, también se observa un aumento del endeudamiento con el exterior. Sin embargo, se destaca que esto no ha estado asociado a mayores descalces de moneda en el balance de la banca, ni tampoco a un aumento del crédito en moneda extranjera a empresas cuyos ingresos son en pesos. Los plazos de dicha deuda han aumentado, lo que contribuye a una situación de liquidez de la banca que se mantiene sólida, a pesar del aumento de actividad crediticia. Finalmente, en el agregado, los indicadores de solvencia internacional de la economía chilena —tales como la Posición de Inversión Internacional Neta y el déficit en cuenta corriente— se mantienen estables y en el margen la posición de liquidez mejora.

En suma, en el escenario que hoy consideramos como más probable, la economía chilena se enfrentará a un contexto favorable. No obstante, persisten riesgos que deben ser considerados con atención, tanto por sus implicancias para el manejo de la política monetaria como por sus riesgos para la estabilidad financiera de nuestra economía.

Permítanme ahora realizar unos breves comentarios para finalizar mi exposición.

Comentarios finales

La economía chilena se ha recuperado con fuerza de la recesión del 2009 y las distintas variables comienzan a converger a niveles estimados como de equilibrio. Las brechas de capacidad se cerraron, el desempleo disminuyó, y la tendencia inflacionaria se mantiene por debajo del límite inferior del rango de tolerancia de la meta, pero siguiendo su aproximación a tres por ciento. Por ello, la política monetaria debería ubicarse en torno a su nivel neutral, sin agregar, ni restar impulso a la demanda agregada respecto de su tendencia.

En el escenario que consideramos más probable, dadas las condiciones actuales y esperadas, la mayor parte del ajuste de la TPM iniciado en junio del 2010, y que ha significado un alza de 475 puntos base, ya fue completado. En este escenario, utilizamos como supuesto de trabajo que la TPM alcanzará niveles dentro del rango de valores que históricamente se han considerado neutrales. Sin embargo, se debe tener en cuenta que el comportamiento del escenario económico local y externo de los últimos años puede haber modificado esos rangos e introduce un alto grado de incertidumbre sobre el nivel preciso de la TPM neutral en el corto plazo. Con todo, cuál es el nivel máximo al que llegará la TPM y en qué momento llegaremos a él en el actual ciclo, es algo que iremos analizando en el Consejo de acuerdo con la evolución de la economía chilena y el escenario internacional.

Vale la pena detenerse unos instantes en la evolución del panorama externo. En nuestro escenario más probable, creemos que el mundo seguirá agregando impulso al crecimiento chileno, aunque su magnitud irá en descenso en los próximos trimestres. Sin embargo, como lo mencioné, existen riesgos importantes. Es posible que las economías desarrolladas ingresen a una etapa en la cual su actividad no se recupere y se necesiten nuevos esfuerzos de política económica para avivar su crecimiento. El gran problema que enfrentan es que las herramientas de política tradicional se han agotado. La política fiscal ya no tiene espacio para ser más expansiva ante el tamaño de su deuda y la política monetaria está en tasas de interés mínimas.

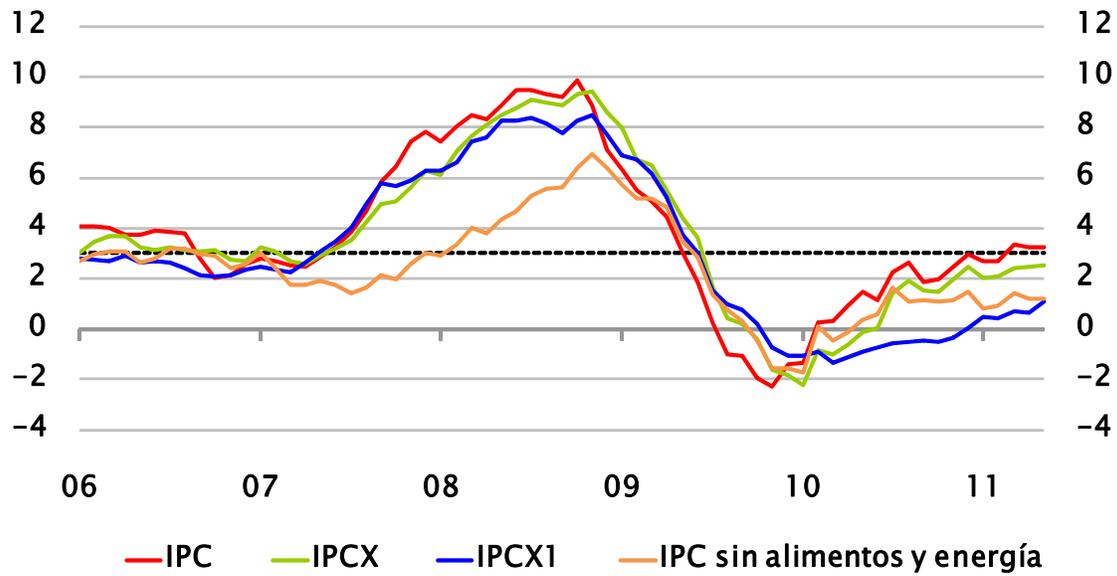
En el mundo emergente, incluido Chile, nos enfrentamos a un desafío distinto y es cómo evitar que nuestras economías lleguen a expansiones de su actividad por encima de su tendencia. Afortunadamente, como fruto de nuestras propias acciones, contamos con herramientas de política para hacer frente a este escenario. Asimismo, de ocurrir un deterioro en la economía global, contamos con la suficiente flexibilidad en la política monetaria para mitigar su impacto sobre la economía nacional y mantener los equilibrios necesarios para mejorar de manera sostenible el bienestar de la población. La tarea, entonces, es manejar de forma adecuada las políticas y cuidar de estos equilibrios.

Por lo anterior, y considerando el balance de riesgos que enfrentamos, lo más aconsejable es continuar retirando el impulso monetario. La oportunidad de estos cambios deberá revisarse reunión a reunión, incluyendo pausas para evaluar los efectos de los ajustes ya realizados sobre la economía.

En todo caso, como ya lo ha hecho en el pasado, el Consejo adoptará las medidas necesarias para enfrentar eventos que modifiquen el escenario macroeconómico y las perspectivas inflacionarias. La inflación es un mal que afecta con especial ímpetu a las personas de menores ingresos. Si bien hoy los riesgos de un aumento significativo de la inflación se han reducido, debemos seguir atentos para controlar la incubación de presiones que afecten la convergencia de la inflación a la meta y que, finalmente, impongan mayores costos a la sociedad como un todo. Como lo he reiterado en muchas ocasiones, el principal aporte que el Banco Central puede realizar al desarrollo del país es mantener una inflación baja y estable, que contribuya a un crecimiento sostenible. Por ello, el Consejo seguirá guiando su política monetaria de modo que la inflación proyectada en un horizonte de dos años se ubique en tres por ciento.

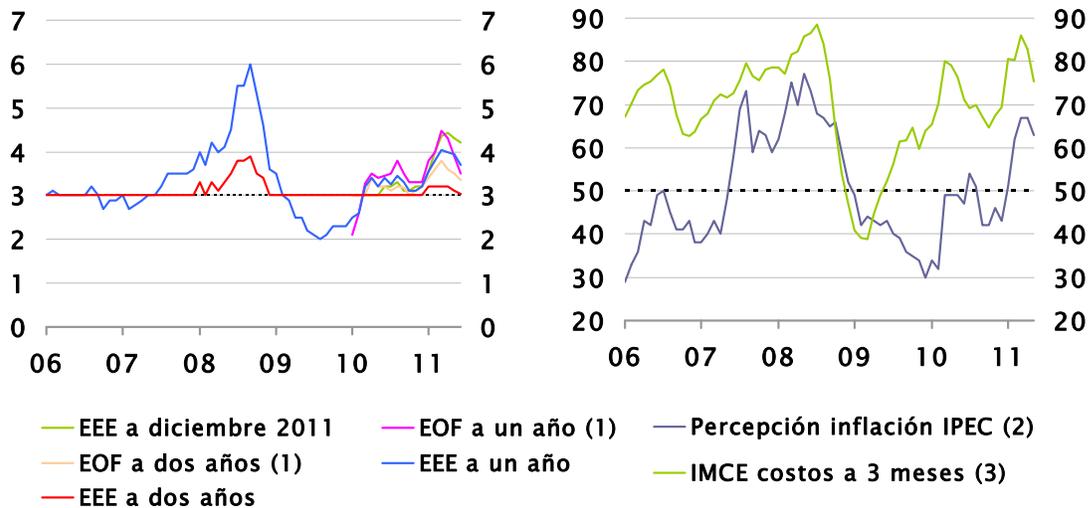
Muchas gracias.

Gráfico 1
Indicadores de inflación
 (variación anual, porcentaje)



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

Gráfico 2
Expectativas de inflación
 (porcentaje)



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes. (2) Corresponde al porcentaje de encuestados que creen que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses. (3) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica mayores (menores) costos en tres meses más.

Fuentes: Adimark, Banco Central de Chile y Universidad Adolfo Ibañez/Icare.

Tabla 1
Crecimiento económico y cuenta corriente
 (variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

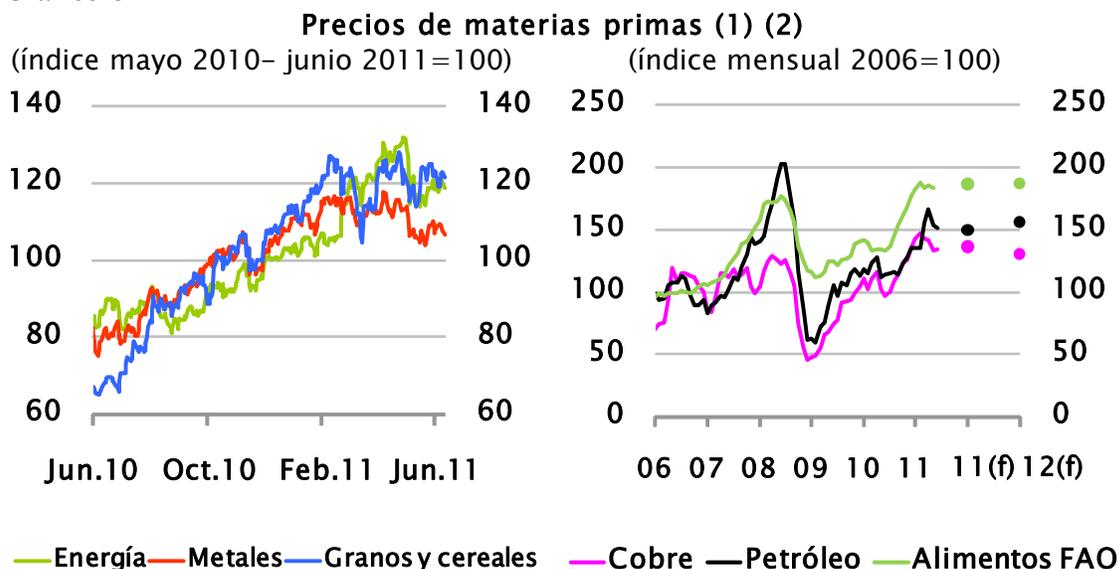
Tabla 2
Crecimiento mundial
 (variación anual, porcentaje)

	Promedio 00-08	2009	2010 (e)	2011 (f)			2012 (f)		
				IPoM mar. 11	IPoM jun. 11	CF may. 11	IPoM mar. 11	IPoM jun. 11	CF may. 11
Mundo a PPC	4,0	-0,6	4,9	4,1	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6
Mundial a TC de mercado	3,1	-2,1	3,8	3,0	3,2	3,3	3,7	3,8	3,9
Estados Unidos	2,3	-2,6	2,9	3,0	2,7	2,7	3,2	3,2	3,2
Eurozona	2,0	-4,1	1,7	1,3	1,7	1,7	1,5	1,5	1,7
Japón	1,4	-6,3	4,0	0,8	-0,6	0,0	2,3	3,1	2,8
China	10,4	9,2	10,3	8,9	8,9	9,3	8,7	8,6	8,9
Resto de Asia	4,9	0,1	7,7	4,5	4,8	5,0	5,0	4,9	5,2
América Latina (excl. Chile)	3,6	-2,0	6,4	4,2	4,2	4,4	4,2	4,3	4,3
Exp. de productos básicos	2,9	-1,0	2,9	2,6	2,7	2,7	3,0	3,0	3,2
Socios comerciales	3,5	-0,3	5,9	4,4	4,3	4,6	4,6	4,7	4,9

(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 3

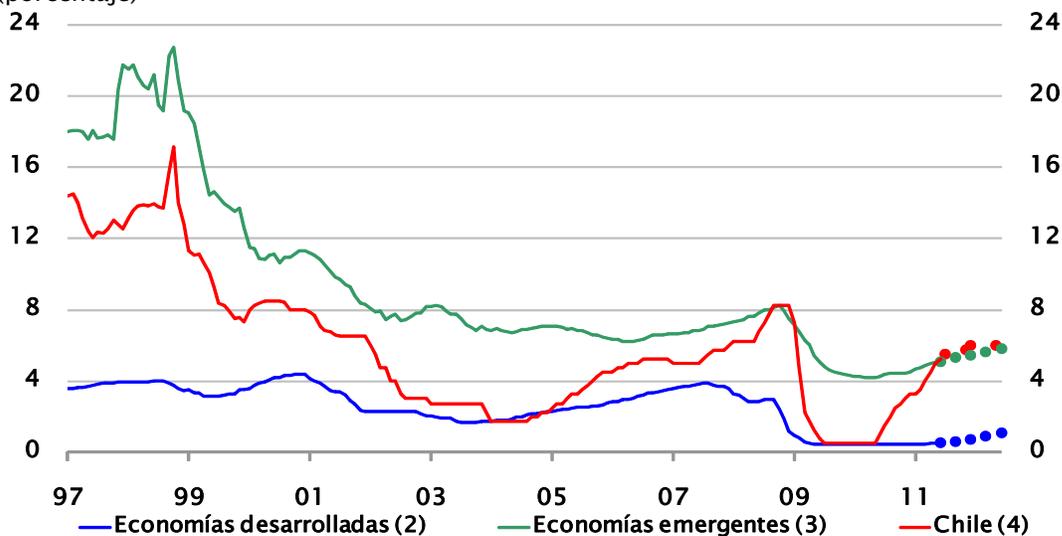


(1) Gráfico de la izquierda corresponde a los índices del agregado de S&P GSCI. (2) Gráfico de la derecha considera para alimentos información hasta mayo del 2011, para petróleo y cobre hasta junio. (f) Puntos corresponden a los precios promedio proyectados para el 2011 y 2012 en el IPoM de junio 2011.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 4

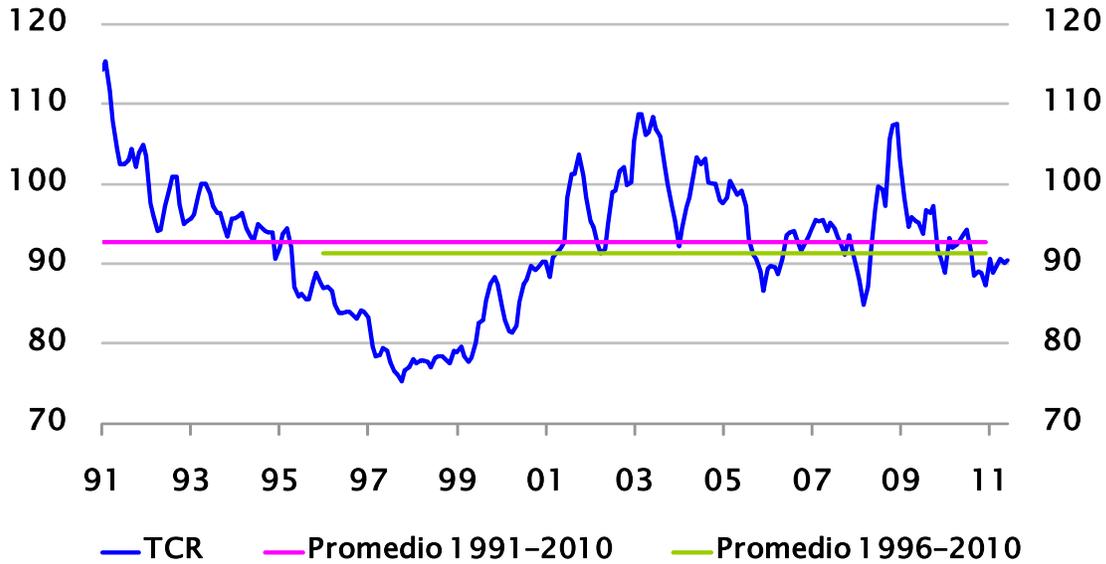
Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo (1)
(porcentaje)



(1) Líneas continuas corresponden a un promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de Bloomberg sobre la TPM esperada a junio del 2011, septiembre del 2011, diciembre del 2011, marzo del 2012 y junio del 2012. Para Chile considera la EEE de junio para la TPM esperada a julio del 2011, noviembre del 2011, diciembre del 2011 y mayo del 2012. (2) Incluye Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido. (3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica. (4) Datos anteriores a la nominalización de la tasa de referencia (agosto del 2001), consideran la tasa de interés real interbancaria a un día más la inflación del IPC.

Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

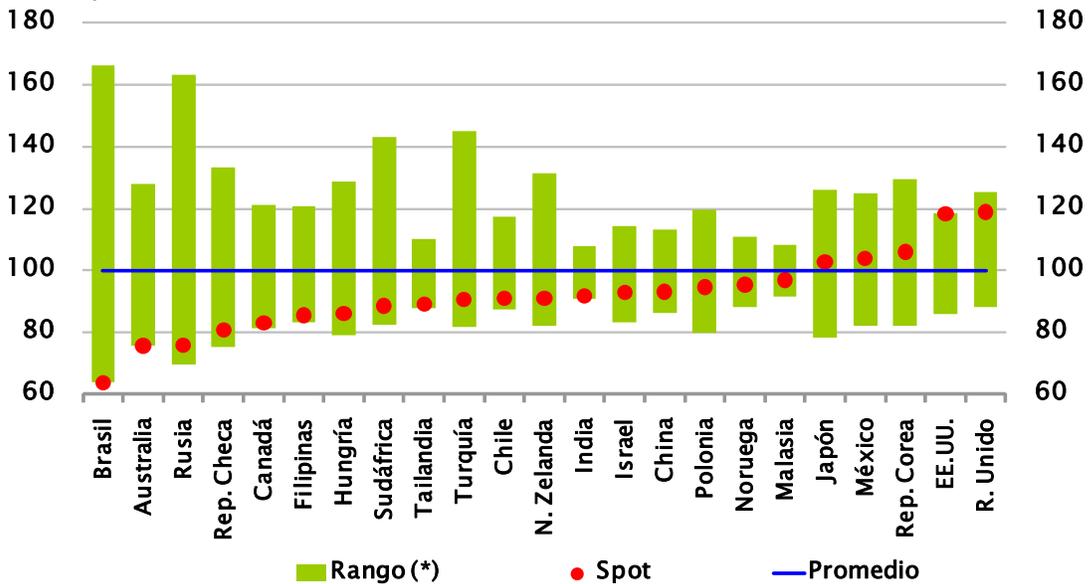
Gráfico 5
Tipo de cambio real (*)
 (índice 1986=100)



(*) Información al 14 de junio de 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

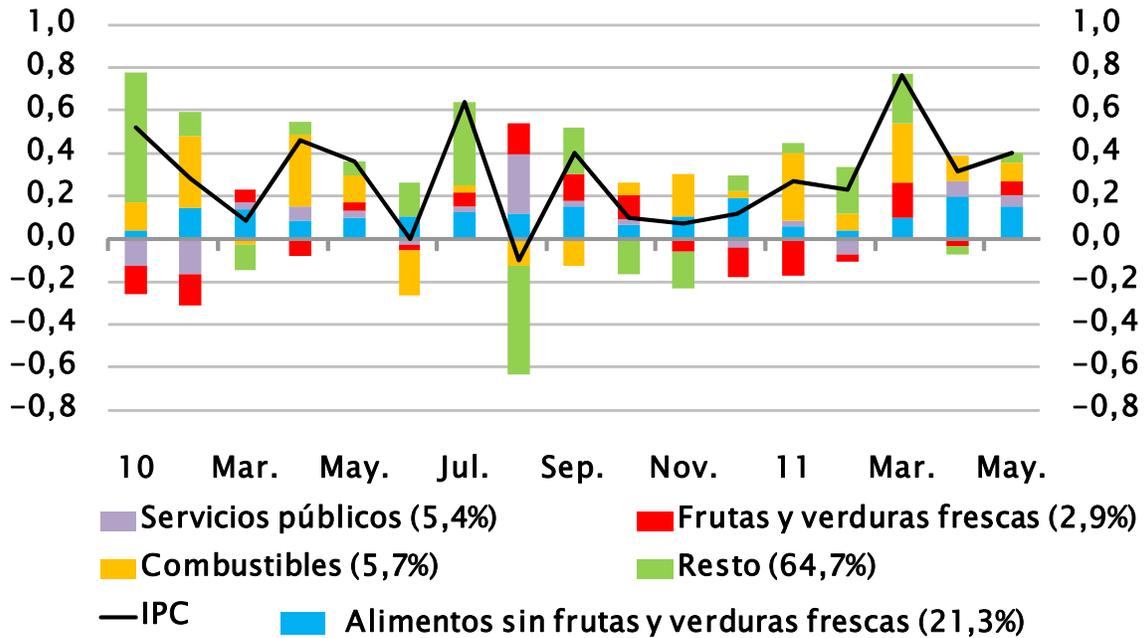
Gráfico 6
Tipo de cambio real en el mundo
 (índice promedio enero 2000 - abril 2011=100)



(*) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado.

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

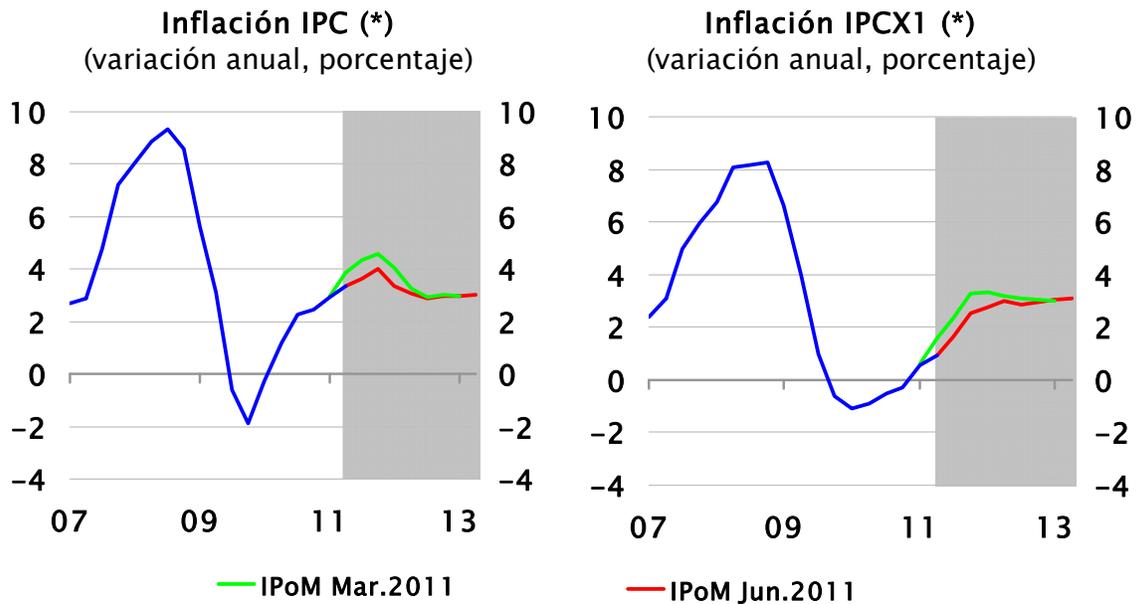
Gráfico 7
Incidencias en la inflación mensual del IPC (*)
 (puntos porcentuales)



(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

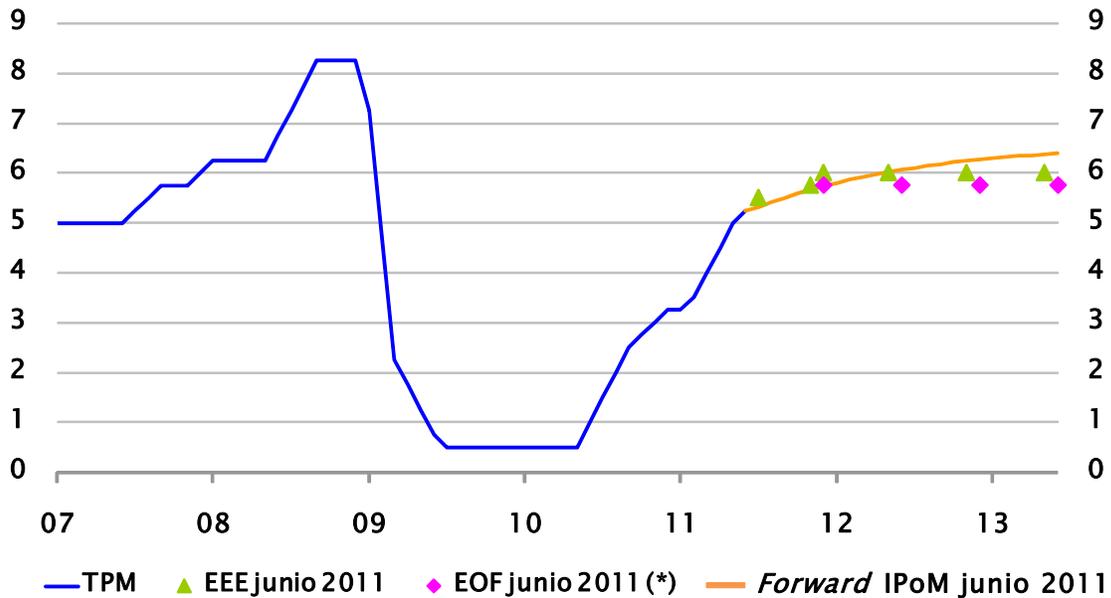
Gráfico 8



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

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

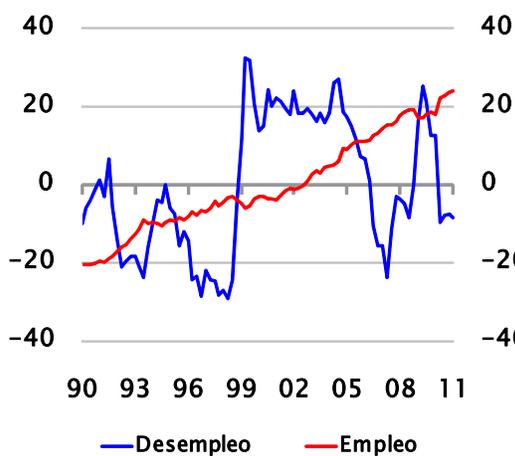
Gráfico 9
TPM y expectativas
 (porcentaje)



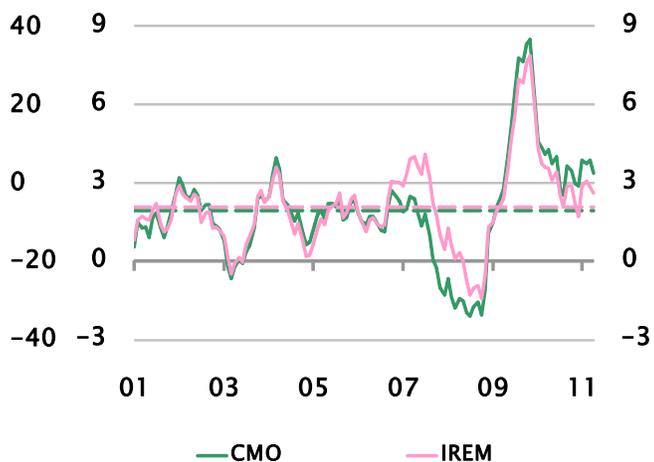
(*) La EOF considera la encuesta de la primera quincena del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10
Empleo y desempleo (1)
 (índice, centrado en la media del período 1990-2011)



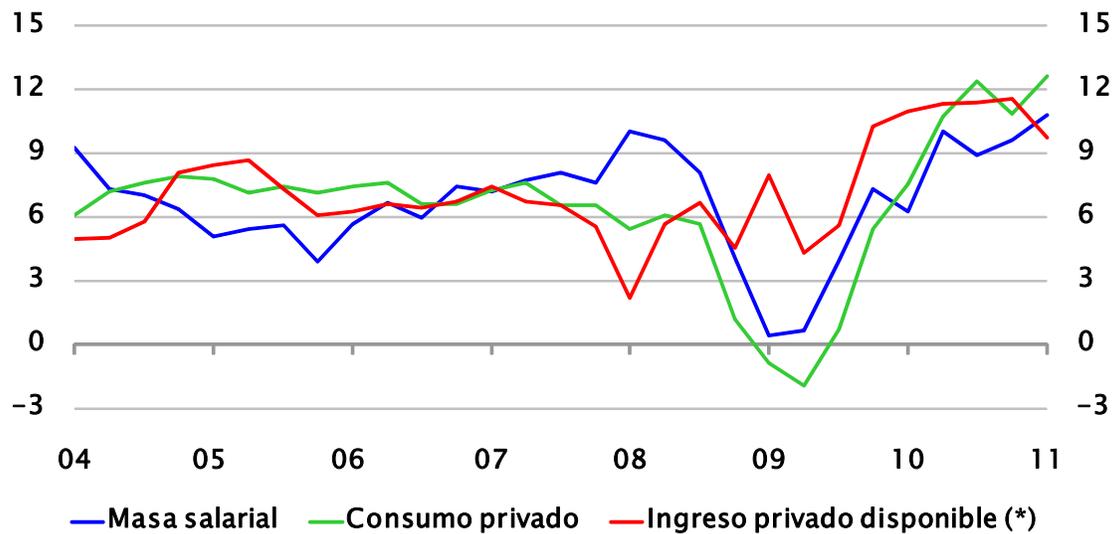
Salarios reales (2)
 (variación anual, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Líneas punteadas corresponden al promedio del período 2001 - 2011.

Fuente: Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Junio.

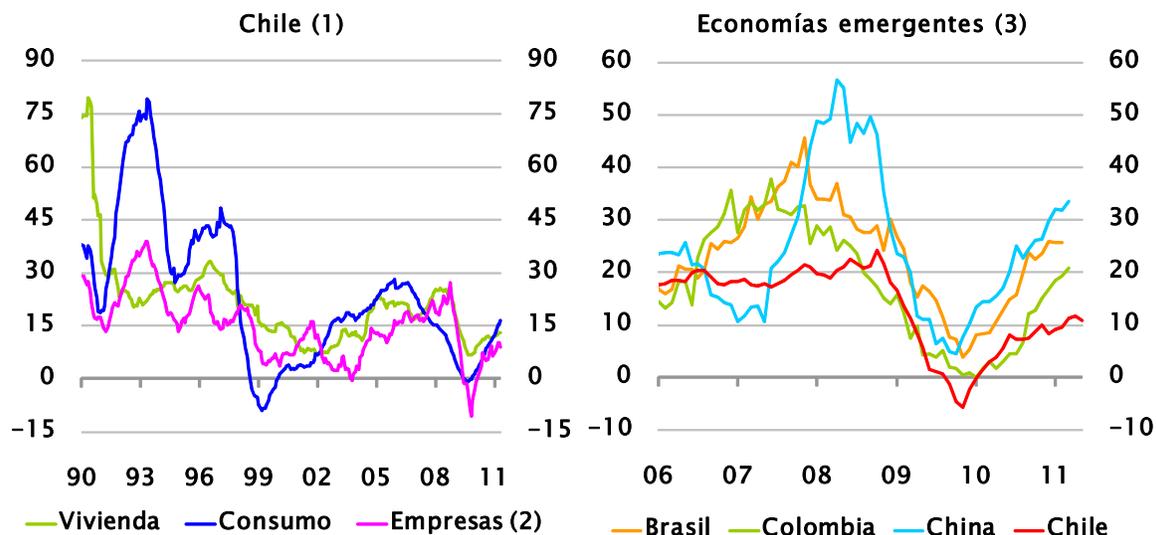
Gráfico 11
Ingreso y consumo privado
 (variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

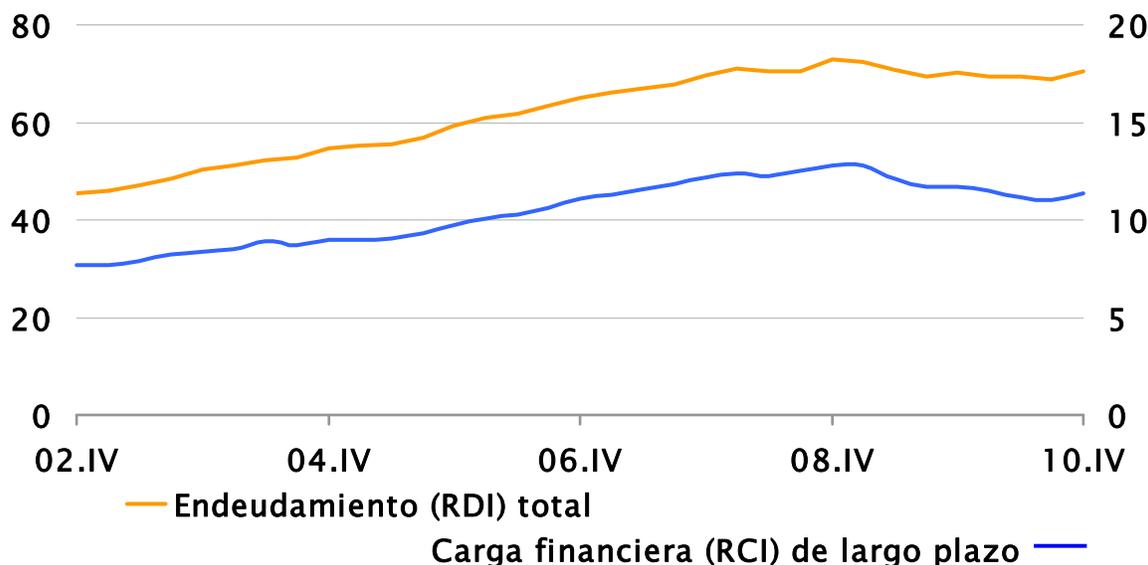
Gráfico 12
Crecimiento de las colocaciones
 (variación anual, porcentaje)



(1) Cifras preliminares para mayo del 2011. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior. (3) Para Brasil, las cifras son hasta febrero del 2011. Para China y Colombia, hasta marzo del 2011.

Fuentes: Banco Central de Chile, Fondo Monetario Internacional y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico 13
Endeudamiento y carga financiera
 (porcentaje del ingreso disponible)



Fuentes: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

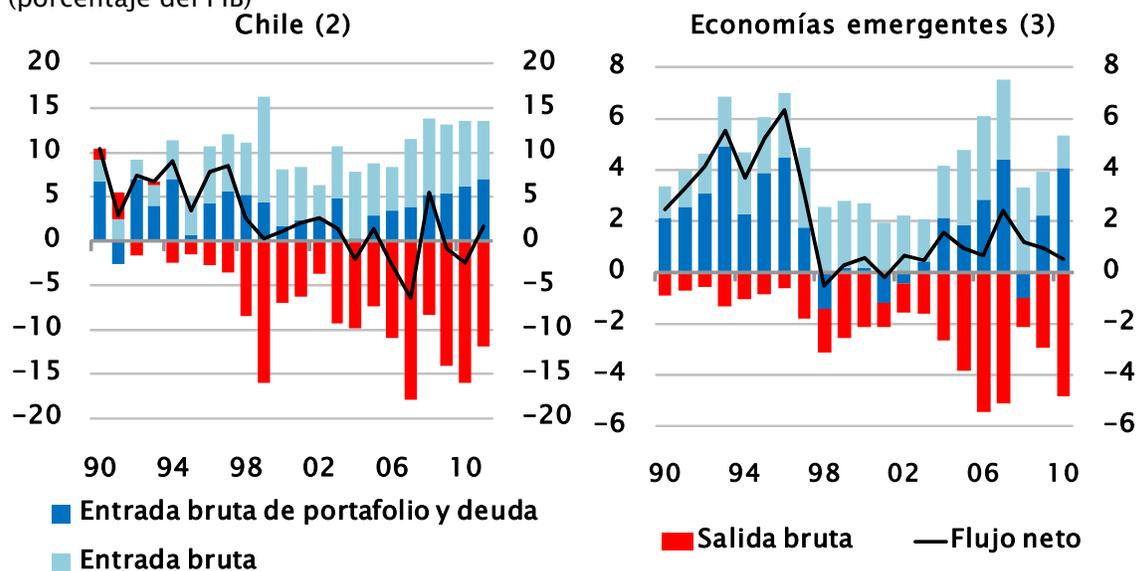
Tabla 3
Deuda de los hogares
 (variación real anual, porcentaje)

	2002- 2007 (1)	2008 IV	2009 IV	2010				2011 I	Contribución crecimiento (2)	Participación en la deuda
				I	II	III	IV			
Hipotecaria	14,1	12,9	7,3	7,7	8,6	9,0	7,0	7,6	4,2	55,8
Bancaria	15,3	13,1	8,6	9,2	10,0	10,4	9,0	9,3	4,5	49,3
No bancaria (3)	8,2	11,7	-0,5	-1,6	-1,0	-0,5	-6,0	-4,3	-0,3	6,3
Consumo	17,9	3,9	1,8	2,3	4,7	5,8	8,1	9,5	4,2	44,5
Bancaria	16,0	-0,3	2,2	2,7	5,1	7,5	8,6	11,8	2,8	24,3
No bancaria	20,7	9,1	1,4	1,9	4,3	3,8	7,6	6,8	1,4	20,2
Casas Comerciales	27,6	9,3	-7,9	-6,4	-1,2	3,6	11,9	10,4	0,7	7,0
CCAF (4)	19,9	9,6	8,3	7,5	6,9	1,3	2,9	6,2	0,3	4,4
Cooperativas	25,2	11,6	5,6	3,3	9,5	5,2	1,9	0,8	0,0	2,6
Otras (5)	13,5	7,6	6,7	7,6	6,8	5,2	8,8	6,1	0,4	6,3
Total	15,8	8,7	4,8	5,3	6,8	7,6	7,5	8,4	8,4	100,0

(1) Promedio. (2) Puntos porcentuales. (3) Incluye deuda hipotecaria securitizada. (4) Cajas de Compensación de Asignación Familiar. (5) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria y compañías de seguros.

Fuentes : Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

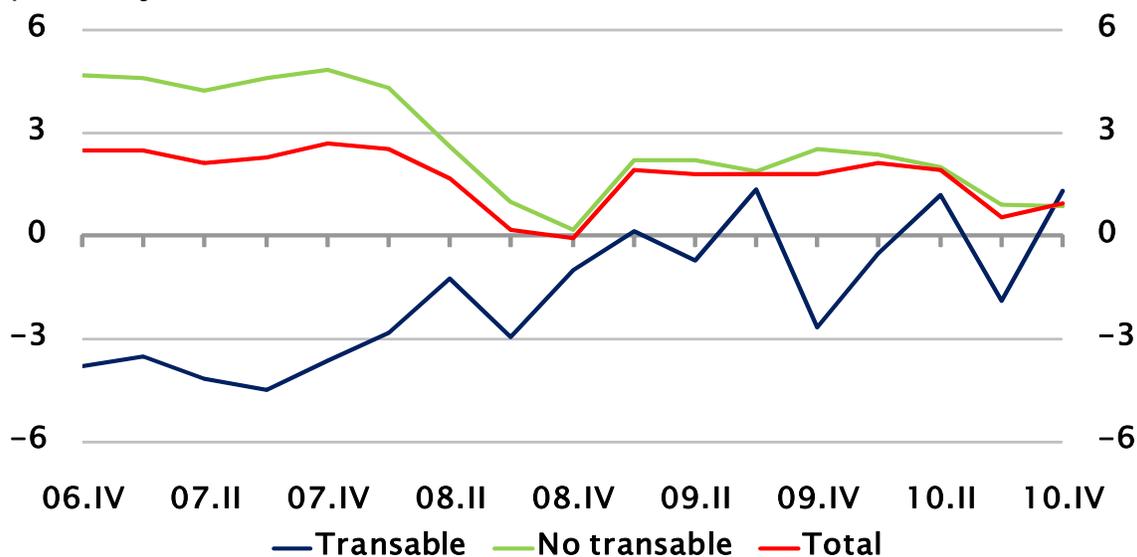
Gráfico 14
Entrada y salida bruta de capitales (1)
 (porcentaje del PIB)



(1) Flujos anuales. (2) Cifras para el 2011 corresponden al flujo acumulado anual hasta el primer trimestre. (3) Promedio simple de los siguientes países: Brasil, Colombia, Filipinas, Indonesia, Malasia, México, Perú, Rep. Corea, Tailandia y Turquía. Cifras para el 2010 corresponden al flujo acumulado anual hasta el tercer trimestre del 2010.

Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 15
Descalces cambiarios (1) (2)
 (porcentaje de los activos totales)



(1) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados. (2) Promedio ponderado por activos de una muestra promedio de 187 empresas.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.