



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

Rodrigo Vergara  
Presidente  
Banco Central de Chile  
18 de diciembre de 2012

---

\* El *Informe de Política Monetaria* de diciembre del 2012 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del 2012 se pueden encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

## Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador José García Ruminot, senadora y senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco sobre los desarrollos macroeconómicos y financieros recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria y financiera. Esta visión está contenida en detalle en el *Informe de Política Monetaria (IPoM)* de diciembre de 2012 y en el *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)* del segundo semestre de 2012.

El año que termina ha traído buenas noticias para nuestra economía. Los temores inflacionarios que manifestamos a principios de año se aplacaron. Este año la economía crecerá 5,5 por ciento. El desempleo es bajo, los ingresos laborales crecen a tasas importantes y las expectativas de empresarios y consumidores son optimistas. La inversión se ubica en tasas históricamente elevadas.

Hace un año, cuando presentamos nuestros informes ante esta comisión, preveíamos que la agudización de la crisis de la Eurozona que se vivía por esos días podría tener efectos relevantes sobre nuestra economía, al punto de provocar una desaceleración importante en el curso de 2012. Ello no sucedió. Aún cuando la economía mundial se enfrió significativamente a lo largo del último año, otras dimensiones relevantes del entorno externo, como los términos de intercambio y las condiciones financieras internacionales, evolucionaron favorablemente para nosotros.

De hecho, el desempeño de la economía chilena ha contrastado con lo que ha ocurrido en muchos otros países. Las principales economías avanzadas siguen sumidas en las consecuencias de la crisis financiera que derivó en la recesión mundial de 2009. Aún les queda bastante camino por recorrer para resolver los desequilibrios y debilidades vinculadas con esta situación antes de recuperar una senda de crecimiento sostenido. Los países de la Eurozona han logrado avances para resolver los problemas fiscales y financieros, así como para fortalecer las bases institucionales de la unión monetaria. Estos pasos han sido bien recibidos por los mercados, pero el esfuerzo debe continuar. El proceso de solución es lento, costoso y complejo por la gran cantidad de actores involucrados. Se agrega el continuo deterioro de la situación económica, que no hace sino agravar el escenario y dificultar aún más los ajustes requeridos. Para países con crecimiento negativo durante ya largo tiempo y desempleo elevado, no es fácil implementar nuevas medidas de austeridad. Además, las economías del centro de Europa, que hasta hace poco se habían mantenido relativamente aisladas del deterioro que se observaba en las periféricas, han comenzado a mostrar signos de mayor debilidad. Todo ello hace que los riesgos para la Eurozona sigan presentes.

En Estados Unidos, la evolución de la actividad y la demanda dan cuenta de una recuperación floja, insuficiente para absorber con rapidez su alto desempleo. La Reserva Federal se ha comprometido a mantener una política monetaria ultra-expansiva mientras esta situación persista y no ponga en riesgo la inflación, lo que tiene consecuencias

relevantes para el entorno financiero internacional que seguirá enfrentando la economía chilena en el curso de los próximos años. Además, Estados Unidos mantiene un elevado déficit fiscal que se refleja en un excesivo aumento de su deuda pública. De no alcanzarse un acuerdo político sobre la materia, a comienzos del año entrante se forzarán una serie de ajustes automáticos de los impuestos y el gasto (el llamado “abismo fiscal”). Dado el débil crecimiento de este país, ajustes de las magnitudes planteadas sumirían a su economía en una nueva recesión. Desgraciadamente, a solo días de expirar los plazos, no hay señales de estar cerca de un acuerdo.

El mundo emergente sigue mostrando un desempeño mejor al del mundo desarrollado, pero se observa una mayor diversidad al interior de este grupo. En China, los antecedentes acumulados indican que el crecimiento comienza a recuperarse luego de la desaceleración que se observó durante gran parte de 2012. América Latina, en cambio, ha mostrado un deterioro de su crecimiento a lo largo del año y las perspectivas para los próximos dos años también se han ajustado algo a la baja. La desaceleración ha sido más marcada en Brasil y no existe claridad respecto de la velocidad a la que se recuperará. México y Colombia también han empezado a mostrar indicadores de un menor dinamismo. Perú, por su parte sigue exhibiendo un elevado crecimiento, mientras que Argentina enfrenta ajustes importantes.

En Chile la economía se ha mantenido en una trayectoria de crecimiento, liderada por el dinamismo de la demanda interna y, en particular, de la inversión fija. Asimismo, el consumo privado ha crecido en línea con el significativo aumento de los ingresos personales. Sin embargo, nos enfrentamos a riesgos relevantes, los que detallaré en unos momentos, pero que, en lo externo se relacionan con la situación de la economía mundial recién descrita y en lo interno, principalmente, con la posibilidad de que la dinámica de la actividad y el gasto se exacerbe.

Más allá de esos riesgos, en el escenario base, que hoy consideramos más probable, la economía chilena retomará tasas de expansión acordes con su tendencia, al mismo tiempo que la inflación retornará paulatinamente a niveles acordes con la meta. Permítanme ahora detallarles este escenario y los riesgos que identificamos.

### **Escenario macroeconómico**

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena no ha mostrado cambios sustantivos en los últimos meses. Como ya señalé, en Chile, la actividad, y en especial la demanda interna, han crecido por sobre lo esperado. En lo externo, se ha avanzado, pero los riesgos inherentes a la crisis en la Eurozona siguen presentes. En este contexto, la inflación total ha mostrado vaivenes relevantes en los últimos meses, por factores puntuales asociados a *shocks* de oferta. La inflación subyacente —descontados los precios de los alimentos y la energía— ha descendido levemente y muestra una variación anual cercana a 2 por ciento. El Consejo, como ha sido la tónica este año, mantuvo la TPM en 5 por ciento.

A noviembre, la inflación anual del IPC se ubicó en 2,1 por ciento, luego de aumentar hasta casi 3 por ciento en octubre (gráfico 1). El crecimiento anual de los salarios nominales no

muestra mayores cambios, permaneciendo entre 6 y 7 por ciento, aunque con diferencias entre sectores.

En cuanto a la actividad, en el tercer trimestre de 2012, creció a una tasa anual de 5,7 por ciento, cifra igual a la del cuarto previo, pero por sobre las expectativas. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto —disponible al cierre del IPoM anterior— anticipaba un crecimiento de 4,6 por ciento para dicho trimestre. El mayor aumento se debió a un mejor desempeño general. Con todo, la velocidad de expansión de la actividad se redujo desde 8,3 a 5,7 por ciento anualizado.

En el escenario base, el Consejo proyecta que este año el PIB crecerá 5,5 por ciento. Esta proyección es superior al techo del rango que estimamos en septiembre, con una corrección similar a la que se ha observado en las proyecciones privadas. De todos modos, tanto nuestras proyecciones como las privadas han tenido una sostenida revisión al alza en el último año (gráfico 2).

Por el lado del gasto interno, el crecimiento del tercer trimestre —8,0 por ciento anual— superó ampliamente el del cuarto anterior, aunque abultado por ciertos factores específicos. Si bien todos los componentes del gasto tuvieron aumentos mayores, destacó el significativo incremento de la inversión en maquinaria y equipos, que alcanzó a 19,9 por ciento anual. El mayor crecimiento del gasto interno amplió el saldo negativo de la cuenta corriente, que al tercer trimestre llegó a 2,9 por ciento del PIB acumulado en el último año. En el escenario base, se estima que esta cerrará 2012 con un déficit de 3,8 por ciento del PIB, superior al 3,2 por ciento previsto en septiembre.

Por su parte, el sistema financiero nacional ha operado con normalidad en un contexto de alto dinamismo de la inversión y favorables condiciones de financiamiento externo. El crédito de los hogares ha seguido creciendo en línea con su ingreso disponible, aunque el aumento de las colocaciones de oferentes no bancarios —con una mayor penetración en hogares de menores ingresos— ha sido más bajo que en períodos previos. La deuda de las empresas ha crecido algo por sobre el PIB, impulsada por el dinamismo del crédito bancario local y el financiamiento externo vía bonos, en un contexto de favorables condiciones de financiamiento en los mercados internacionales. A su vez, la banca mantiene indicadores robustos, con niveles de capital significativamente por sobre los niveles regulatorios, una base de financiamiento externo más diversificada y una posición de liquidez estable.

Hacia 2013, el Consejo estima que el crecimiento de la actividad se ubicará en un rango entre 4,25 y 5,25 por ciento. Este rango es superior al considerado en septiembre. En este escenario, la demanda interna aumentará 5,7 por ciento anual, con lo que el déficit de la cuenta corriente volverá a ampliarse, llegando a 4,6 por ciento del PIB. Detrás de esta proyección subyace que las condiciones macroeconómicas que enfrenta Chile no tendrán cambios sustantivos en lo venidero y que la economía crecerá a tasas acordes con su tendencia, la que el Consejo sigue estimando en torno a 5 por ciento (tabla 1).

Por el lado externo, el escenario base prevé que en 2013 y 2014 el crecimiento mundial y de los socios comerciales de Chile promediará 3,6 y 3,8 por ciento, respectivamente, cifras

similares a las del bienio 2011-2012. Se mantienen las diferencias importantes entre el desempeño del mundo desarrollado y emergente. En la Eurozona, se consolidó el escenario de recesión, el que se estima permanecerá por algún tiempo más. En Estados Unidos, se espera que la recuperación avance a paso lento, incorporando la expectativa de un ajuste moderado de la política fiscal. Destaca la baja en las perspectivas para Japón, tanto por su relación con la Eurozona como por algunas medidas de ajuste fiscal que se prevén para 2014. En el mundo emergente, los últimos datos de China indican que la desaceleración vista en buena parte de 2012 estaría revirtiéndose. Así, para 2013 y 2014 se vuelven a proyectar incrementos anuales de su economía en torno a 8 por ciento. Las perspectivas de crecimiento para América Latina muestran una reducción para este y los próximos dos años.

En este escenario, los precios de las materias primas no tendrán grandes cambios respecto de lo que se proyectaba hace unos meses. Para 2013 y 2014, el escenario base prevé precios promedio del cobre de US\$3,45 la libra y de US\$102 para el barril de petróleo Brent. Con esto, se sigue proyectando que los términos de intercambio para Chile serán elevados, aunque bajarán respecto de este año (tabla 2).

Los mercados financieros externos han mostrado mayor calma en los últimos meses. Sin embargo, como destacué en un comienzo, aún resta un largo camino para lograr una solución a la crisis de la Eurozona. Con todo, el compromiso de diversos organismos para resolver la situación parece estar dando frutos en la evaluación del mercado. De todas formas, el escenario base sigue considerando la posibilidad de nuevos episodios de tensión en los mercados externos. Esta mayor calma también se ha reflejado en las bolsas y las paridades de monedas. En los últimos meses, el dólar estadounidense se ha depreciado levemente respecto de las principales monedas. La paridad peso/dólar, aunque con vaivenes, está en niveles algo menores a los del IPoM anterior, mientras que el tipo de cambio real (TCR) no ha mostrado mayor variación. El Consejo sigue estimando que, con el tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes, el TCR está en la parte baja de los valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo (gráfico 3).

En el escenario base, la inflación anual del IPC se ubicará por debajo del rango de tolerancia en los próximos meses para luego subir y situarse cercana a 3 por ciento a fines de 2013, valor en el que se ubicará en el horizonte de proyección, en esta ocasión el último trimestre de 2014. Varios factores justifican los registros anuales más bajos que se prevén en lo inmediato, entre ellos, la alta base de comparación que entregan los registros de fines de 2011 y principios de 2012. La inflación subyacente exhibirá variaciones anuales bajo 2 por ciento gran parte de 2013, para luego subir paulatinamente y aproximarse a 3 por ciento en el curso de 2014 (gráfico 4).

Esta trayectoria supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, como supuesto metodológico, considera que, en el horizonte de proyección, el TCR se mantendrá en torno a los valores recientes. Finalmente, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM tendrá una trayectoria estable, como la que indican las encuestas vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 5).

El escenario base refleja los eventos que se estima tienen mayor probabilidad de ocurrir con la información disponible al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen escenarios de riesgo que, de concretarse, modificarían, en algunos casos significativamente, el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado.

En lo externo, el principal riesgo sigue siendo la situación de la Eurozona. Por un lado, por la dificultad en la concreción de los acuerdos. Por otro, como ya mencione, el paso del tiempo ha seguido complicando la situación económica en los países más afectados y, además, se ha comenzado a observar un mayor deterioro en las economías del centro de Europa. Una desaceleración más marcada de Alemania o Francia podría llevar a ahondar más los problemas en la región y amplificar los canales de transmisión hacia otras economías. Tampoco pueden descartarse episodios de volatilidad en los mercados financieros más severos que los considerados en el escenario base.

Sin embargo, los impactos para la banca chilena de una profundización de la crisis en la Eurozona siguen siendo acotados. Si bien los indicadores de rentabilidad y solvencia de la banca han disminuido en lo más reciente, los ejercicios de tensión muestran que el sistema bancario tiene un nivel de capital apropiado para absorber las pérdidas generadas por un escenario de riesgo de este tipo.

Otro riesgo es la discusión en Estados Unidos para evitar ajustes fiscales abruptos el 2013. La falta de acuerdos podría reducir su crecimiento de manera importante y además generar ruidos en los mercados.

Además, los bancos centrales del mundo desarrollado han seguido impulsando, e incluso han intensificado, políticas monetarias extraordinariamente expansivas, lo que puede traer consecuencias sobre los flujos de capital, el precio de los activos, el valor de las monedas, los precios de materias primas y el crecimiento del crédito en el resto de las economías, incluido Chile. Hasta ahora los efectos internos de estas políticas han sido acotados, pero sin duda constituyen una fuente de preocupación.

Por último, en el mundo emergente, el mayor riesgo sigue siendo el ritmo que mantenga la actividad económica. Los últimos datos indican que China habría retomado un mayor dinamismo, pero el debilitamiento de Europa y las discusiones pendientes en Estados Unidos podrían afectar a esta economía, y por su intermedio al resto del mundo emergente. Para Chile sería especialmente relevante por su incidencia en la determinación del precio del cobre. Además, la caída que se ha observado en las cifras de crecimiento del comercio mundial es una señal preocupante.

En Chile, aunque la inflación es hoy particularmente baja, los riesgos inflacionarios de mediano plazo continúan vigentes. El sostenido dinamismo de la actividad en Chile ha llevado a una intensificación en el uso de la capacidad instalada y un mayor dinamismo de la demanda interna podría generar presiones inflacionarias incompatibles con la meta de inflación. Hasta ahora la inflación se ha mantenido acotada e incluso ha disminuido. Nuestra evaluación es que su baja reciente es un fenómeno transitorio que se revertirá

paulatinamente dentro de los próximos trimestres, para llegar a niveles en torno a la meta del Banco Central. En su evolución actual pueden haber influido factores como la reducción de los márgenes del comercio, el aumento de la productividad media del trabajo y la baja de los precios de los bienes importados. Sin embargo, estos son factores que habitualmente tienden a seguir un comportamiento procíclico, por lo que no es razonable descartar que sus efectos sean transitorios. Ante esta duda, no se pueden desestimar los riesgos que representa una trayectoria más dinámica de la economía para la inflación de mediano plazo.

Un mayor dinamismo de la demanda interna también podría ampliar el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aumentando la vulnerabilidad de la economía y enfrentándola a eventuales ajustes costosos. El comportamiento de este déficit es una materia que el Consejo sigue con atención, toda vez que su nivel, persistencia, composición y financiamiento son aspectos que pueden incidir en la vulnerabilidad de la economía chilena, en particular ante la materialización de escenarios externos adversos.

Sin embargo, el actual déficit tiene varias particularidades que mitigan los riesgos asociados. Primero, responde en parte relevante a una mayor inversión, que se explica por un conjunto de proyectos orientados a la producción de bienes y servicios exportables. Segundo, una parte significativa del déficit se está financiando a través de inversión extranjera directa y no vía deuda con el exterior. Por último, la evolución del crédito interno y con el exterior no da indicios de un sobreendeudamiento ni de personas ni de empresas. Coherente con lo anterior, la evolución del consumo privado no está alejada del aumento de los ingresos laborales, la baja tasa de desocupación y las condiciones financieras. Del mismo modo, visto desde una perspectiva más larga, en términos nominales, la relación entre el consumo privado y el ingreso nacional disponible privado es similar a su promedio histórico.

Con todo, un aumento del déficit de la cuenta corriente podría generar riesgos indeseados, lo que es especialmente importante en un contexto en que pueden darse cambios repentinos en las condiciones macroeconómicas, capaces de precipitar ajustes difíciles en la economía nacional. En el pasado, gran parte de las crisis que ha vivido el país han sido precedidas por déficits elevados y persistentes en la cuenta corriente, aumento excesivo del endeudamiento y descalces cambiarios relevantes. Sin embargo, el marco actual de política económica ha avanzado, incorporando una regla que guía la política fiscal y mitiga el impacto en el gasto público tanto de aumentos del precio del cobre por sobre su valor de largo plazo como de los efectos del ciclo económico. Además, considera una política de flotación cambiaria que hace evidente el riesgo de moneda y permite un ajuste temprano a los cambios abruptos en las condiciones externas. También contempla una adecuada regulación y supervisión financiera que cautela la incubación de riesgos excesivos. Más allá de lo anterior, el Consejo estima que es importante mantener un seguimiento cercano de los factores que están detrás del déficit en cuenta corriente, de modo de evitar que se incuben desequilibrios que afecten el desempeño futuro de la economía.

Otro factor de riesgo que identificamos es la dinámica del sector inmobiliario. A mediados de año, llamamos la atención sobre la evolución de los precios en este sector, particularmente en algunas comunas. Hoy, en la medida que vemos que algunas de esas

tendencias se han profundizado y ampliado, volvemos sobre este tema. Como ya lo hemos señalado, y se ha instalado en la discusión pública, durante los últimos trimestres los precios inmobiliarios han seguido aumentando persistentemente en ciertas comunas y tipos de construcciones (tabla 3). Por su lado, los precios agregados de oficinas también mantuvieron sus tasas de crecimiento, aunque en niveles más bajos que los precios residenciales.

En el sector residencial, las ventas de casas y departamentos han aumentado significativamente, especialmente las de viviendas que aún están en construcción, denotando cierta escasez en la oferta de corto plazo (gráfico 6). En el sector comercial, si bien las medidas disponibles de tasa de vacancia permanecen en niveles bajos, las empresas privadas del sector continúan proyectando una expansión significativa de la oferta de este tipo de oficinas.

Aunque este crecimiento de los precios puede encontrar justificaciones en sus determinantes macroeconómicos y microeconómicos, debe ser seguido con cuidado. Estas alzas de precios se dan en un contexto de alto crecimiento de la demanda de viviendas y una significativa expansión de la actividad en el sector que ha venido acompañada de un mayor apalancamiento en las empresas del rubro. Por otra parte, y por la etapa del ciclo de oferta y demanda en el cual se encuentra el sector inmobiliario residencial, no se puede descartar que se vea una aceleración del crédito hipotecario en el mediano plazo. A lo anterior hay que sumar que los estándares crediticios se han vuelto algo menos estrictos para dichos créditos, lo que se refleja en un aumento en el porcentaje del valor de la vivienda que se presta (gráfico 7).

Este tipo de desarrollos podrían llevar a la gestación de vulnerabilidades en el sector inmobiliario y constructor, o en los hogares demandantes de viviendas. Cabe considerar además que la actual combinación de alzas en el precio de las propiedades, bajas tasas de interés de largo plazo, condiciones crediticias favorables y mayor volatilidad en otras clases de activos financieros, constituye un escenario que podría motivar un incremento en las inversiones financieras en el sector, pudiendo exacerbar los riesgos antes descritos.

Por todo lo anterior, hemos enfatizado la importancia de que los agentes consideren estos factores de riesgo al momento de evaluar sus decisiones de inversión y financiamiento en el sector. En particular, se hace importante que en dichas decisiones consideren que las alzas de precios de los últimos años no son garantía de alzas futuras. Creemos que entregar este tipo de alerta, ampliando de esta manera la información disponible para el análisis de riesgos, es parte de nuestro rol en promover un normal funcionamiento del sistema financiero. Dado lo anterior, creemos que ha sido muy valiosa la amplia discusión que se ha dado sobre el sector inmobiliario.

Otro factor de riesgo que requiere de un seguimiento cercano es la evolución de la banca de tamaño medio. En el último tiempo, el crédito otorgado por estos bancos se ha expandido a tasas más rápidas que las del resto de la banca (gráfico 8). Sin duda que ello tiene aspectos positivos, principalmente por la menor concentración de riesgos en el sistema. Sin embargo, su dinámica de crecimiento podría llegar a ser una fuente de vulnerabilidades. Por un lado, por la mayor exposición tanto a sectores cuya actividad está más vinculada a la

evolución del ciclo económico como a deudores individuales, que ante un deterioro de las condiciones macroeconómicas podrían verse impactados de modo relevante. Por otro lado, por el mayor crecimiento relativo de créditos rotativos de consumo —tarjetas de crédito y líneas de crédito—. Esto, por la posible subestimación de riesgo que pudiese generar estos productos, pues permiten un aumento abrupto del endeudamiento que puede afectar la capacidad de pago, sin que se refleje tempranamente en el comportamiento comercial del deudor. Por último, y tal como ha sido destacado antes, la mayor dependencia de financiamiento mayorista de algunos bancos medianos los hace más vulnerables a eventos en que se incremente la dificultad de fondeo para los bancos.

Como ya se ha planteado, el escenario actual impone riesgos relevantes con respuestas de política en distintas direcciones. La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales. Sin embargo, desde la perspectiva de las autoridades, afrontar los desafíos que involucra este tipo de riesgos es una tarea que va más allá de la política monetaria y que requiere el concurso y coordinación de un conjunto más amplio de políticas macroeconómicas y financieras. De hecho, algunos de estos riesgos, como aquellos relacionados con el déficit en la cuenta corriente y el recién mencionado sector inmobiliario, pueden observarse incluso en una situación en la que la inflación permanece en niveles acotados y coherentes con la meta.

A nivel internacional hemos visto un creciente interés por el uso de medidas macroprudenciales. Este concepto abarca un número significativo de posibilidades, algunas de las cuales son de directa decisión de los bancos centrales y otras que dependen de otras autoridades. Por ejemplo, los potenciales riesgos que pudiesen gestarse en el sector inmobiliario han llevado a algunos reguladores y supervisores de otros países a usar una serie de instrumentos prudenciales para resguardar al sistema financiero y reducir la volatilidad en el sector. Entre ellos, límites a la razón entre el préstamo y el valor del activo, límites a la razón deuda sobre ingreso, cambios en el ponderador de riesgo de crédito y requerimientos de capital. La forma que adquieren estas medidas varía de país en país, regularmente se aplica más de una de ellas e implican una coordinación entre diversas autoridades. Dada su corta historia, la evaluación de sus resultados aún está en desarrollo. El Consejo de Estabilidad Financiera, creado hace un año en Chile, es una instancia adecuada de coordinación para analizar estas materias.

De cualquier forma, el Consejo sigue de cerca la evolución del escenario macroeconómico externo e interno y sus consecuencias sobre la inflación, y reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política. Del mismo modo, de continuar con su vigilancia de los factores de riesgo que puedan afectar la estabilidad financiera del país.

Quisiera finalizar con algunas *reflexiones*.

### ***Reflexiones finales***

La economía chilena se encuentra en un buen pie. Los resultados que hemos obtenido en el último año han sido bastante mejores que los del promedio de las economías y muy superiores a las proyectadas hace un año. Pero aún nos falta un largo camino para lograr el

estado de desarrollo que todos deseamos. Además, la situación actual presenta riesgos de importancia. La coordinación con todos los estamentos a cargo de las políticas es clave para ser exitosos en este desafío.

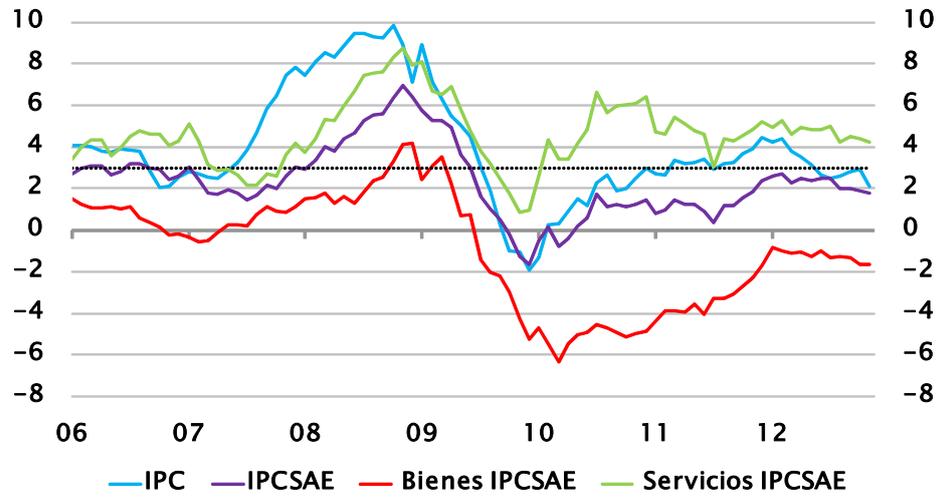
De mantenerse un crecimiento de la economía por sobre su tendencia o del gasto más allá de nuestras posibilidades, en especial en algunos sectores, pueden incubarse desequilibrios que terminen provocando vulnerabilidades relevantes y signifiquen ajustes costosos en el futuro. El pasado nos ha enseñado cuán difíciles pueden ser estos ajustes, y debemos hacer todo lo posible para que estas situaciones no se repitan. Aún más, considerando que en estos eventos los principales perjudicados son los más vulnerables.

Como he mencionado en ocasiones anteriores, Chile goza de un alto prestigio en diversos círculos internacionales. Las elogiosas palabras que recientemente pronunciara sobre nuestra economía la Directora Gerente del FMI son una prueba de ello. Nuestro país destaca por su solidez, por su manejo macroeconómico y por el funcionamiento de sus instituciones. Este es un patrimonio importante, especialmente en un país pequeño y alejado de los centros económicos, por lo que debe ser valorado y cuidado.

Nuestro deber es mantener este prestigio y realizar un manejo de las políticas que permita mantener un desarrollo sustentable y sostenido de la economía para lograr un mayor bienestar del país. Nuestra contribución como Banco Central es mantener una inflación baja y estable. También, contribuir, desde el ámbito de nuestras atribuciones, a identificar y abordar los riesgos que puedan afectar el normal funcionamiento del sistema financiero.

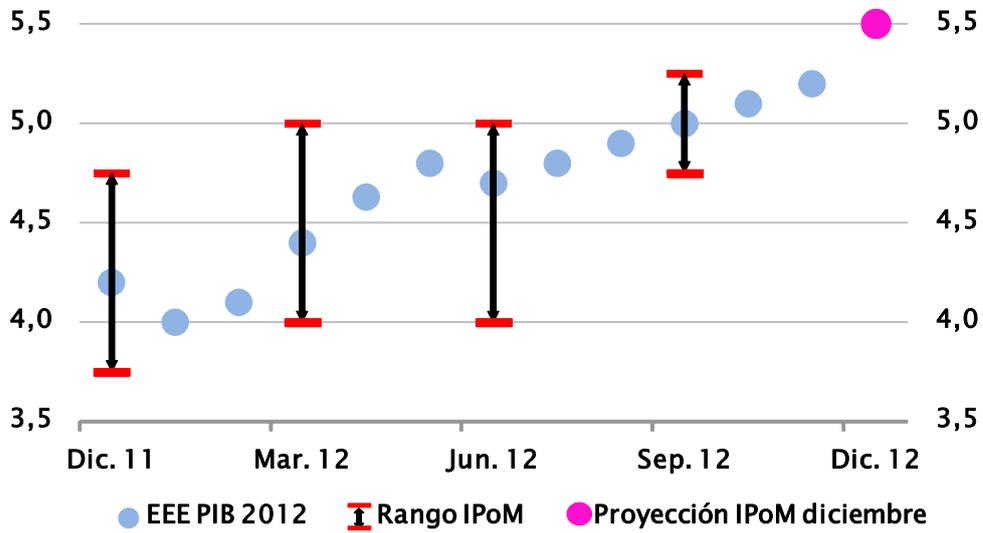
Muchas gracias.

Gráfico 1  
Indicadores de inflación  
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico 2  
PIB  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	2011	2012 (f)		2013 (f)	
		IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12
PIB	6,0	4,75-5,25	5,5	4,0-5,0	4,25-5,25
Demanda interna	9,4	5,6	6,6	5,5	5,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	5,5	6,8	5,8	6,0
Formación bruta de capital fijo	17,6	7,0	11,3	7,1	7,6
Consumo total	7,9	5,1	5,3	5,4	5,5
Exportaciones de bienes y servicios	4,6	3,5	2,7	3,6	3,0
Importaciones de bienes y servicios	14,4	4,0	5,5	5,8	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-3,2	-3,8	-4,4	-4,6

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

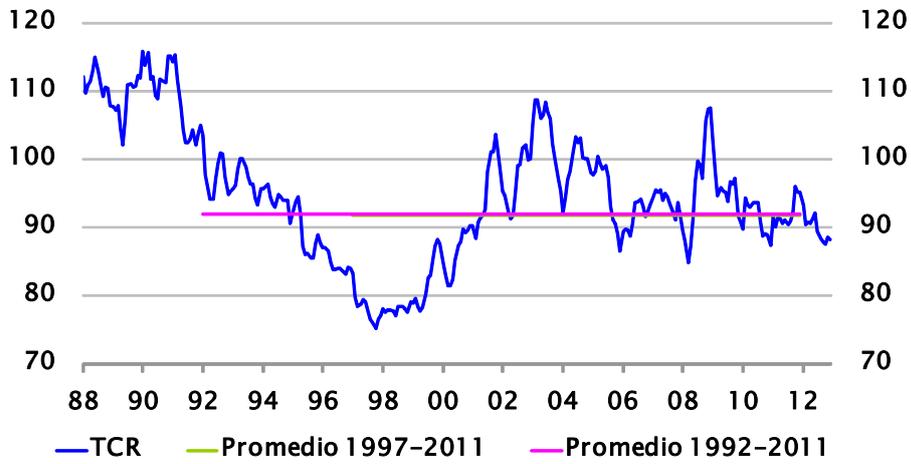
Tabla 2  
**Supuestos del escenario base internacional**

	2011	2012 (f)		2013 (f)		2014 (f)	
		IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Dic. 12
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)					
Socios comerciales	4,2	3,5	3,3	3,8	3,5	4,3	4,0
Mundo a PPC	3,8	3,1	3,0	3,6	3,3	4,1	3,8
Estados Unidos	1,8	2,2	2,3	2,0	1,9	2,4	2,3
Eurozona	1,5	-0,4	-0,5	0,3	-0,3	1,7	1,2
Japón	-0,7	2,7	1,6	1,3	0,5	1,4	0,9
China	9,3	7,8	7,7	8,1	8,0	8,3	8,2
India	6,5	5,8	5,6	7,1	6,6	7,3	6,4
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	4,2	3,5	3,5	4,5	4,3	4,8	4,7
América Latina (excl. Chile)	4,4	3,0	2,8	3,4	3,3	3,9	3,7
		(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	355	361	340	340	350	350
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	111	113	112	109	105	103	100
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	0,5	-7,4	-5,0	-2,6	-0,8	1,3	1,3

(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.

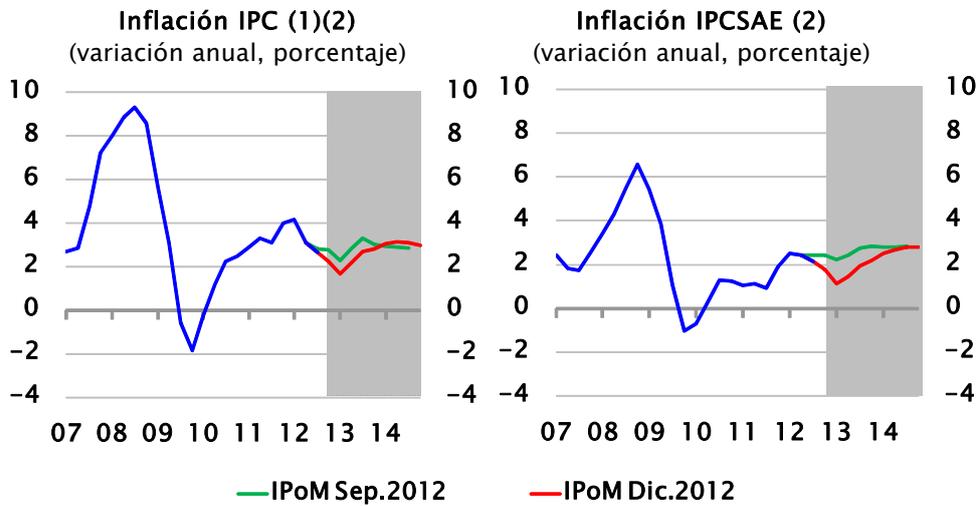
Gráfico 3  
**Tipo de cambio real (\*)**  
 (índice 1986=100)



(\*) Cifra de diciembre incluye información hasta el 13 de diciembre de 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

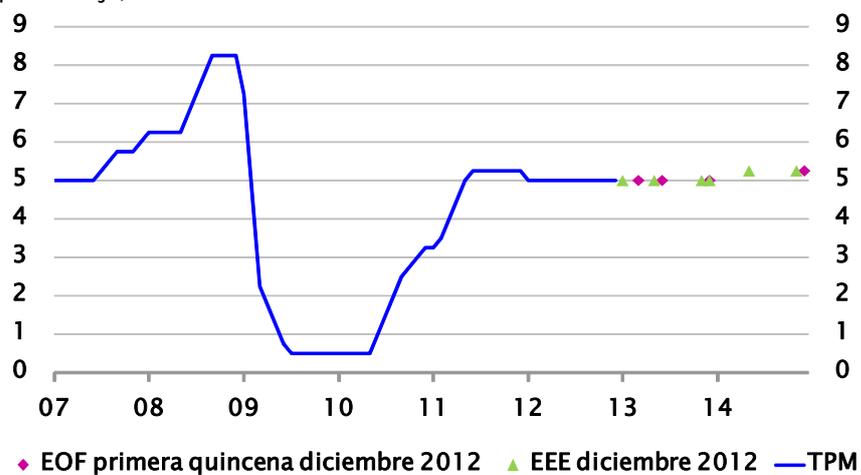
Gráfico 4



(1) Para diciembre del 2012 se considera la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE. (2) El área gris, a partir del cuarto trimestre de 2012, corresponde a la proyección.

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

Gráfico 5  
**TPM y expectativas**  
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 3  
**Crecimientos de precios de vivienda (1)**  
 (crecimiento real anual, porcentaje)

	2002-2007	2009-2T2012
Total nacional (2)	3,1	5,7
Promedio comunas con aumentos significativos (3)	1,6	8,3

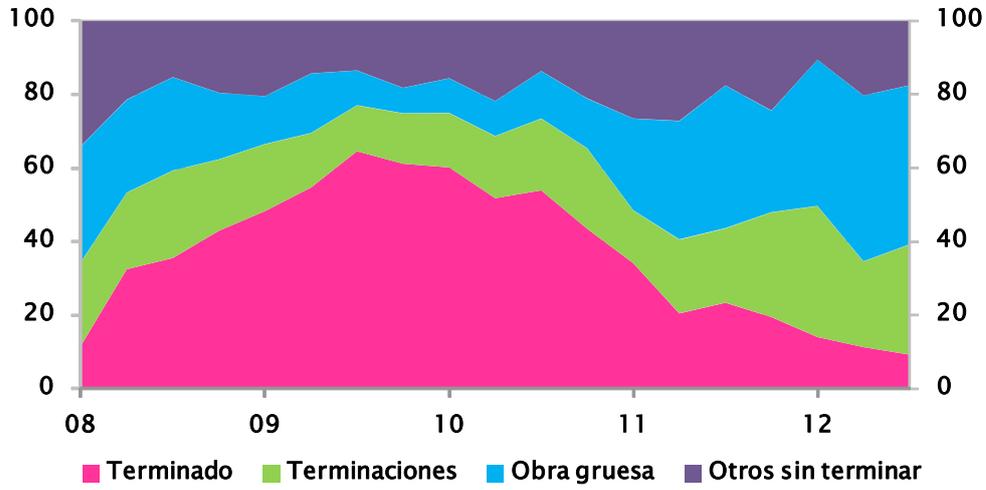
(1) Crecimiento anualizado promedio entre el primer trimestre del año inicial y el último trimestre del año final, en cada caso.

(2) Obtenido mediante método estratificado.

(3) Promedio de comunas con quiebres estructurales en crecimiento, de acuerdo con metodología de Ferreira y Gyourko (2011).

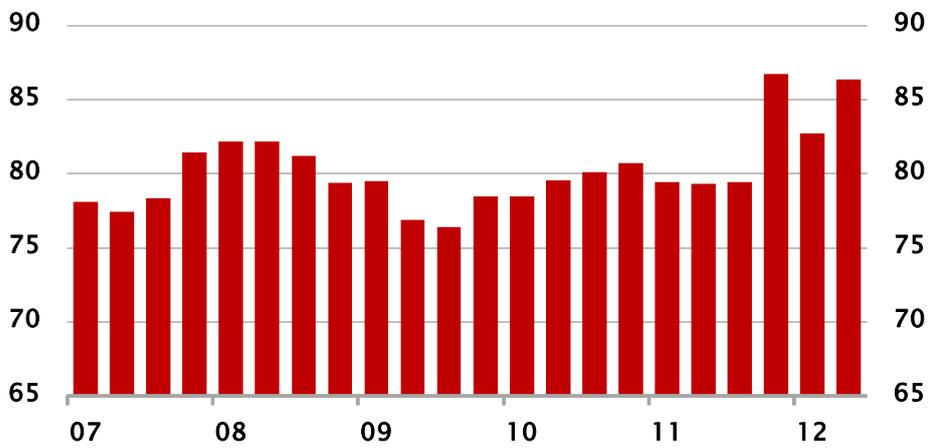
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

Gráfico 6  
**Ventas de casas según estado de obra**  
 (porcentaje del total)



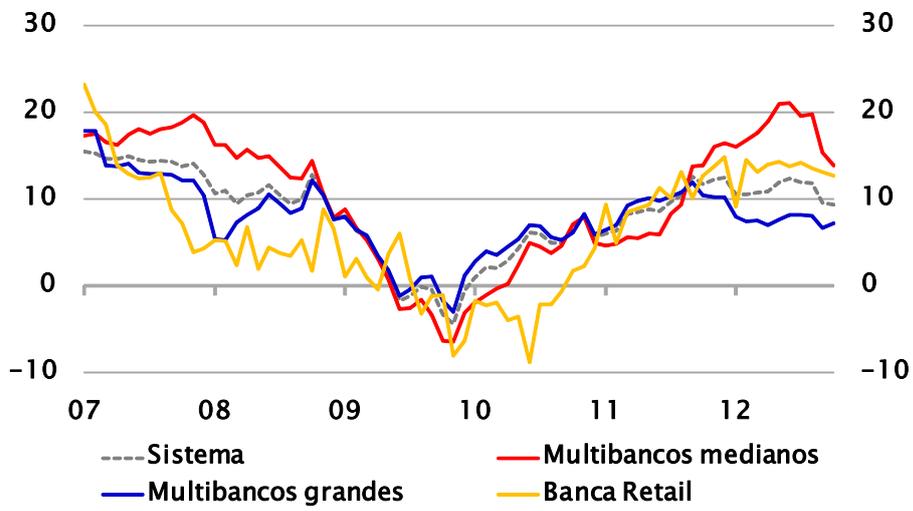
Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico 7  
**Razón de deuda a garantía hipotecaria (\*)**  
 (porcentaje)



(\*) Cifras preliminares, correspondientes a nuevas operaciones cursadas en el trimestre respectivo.  
 Fuente: SBIF.

Gráfico 8  
**Colocaciones totales**  
 (variación real anual, porcentaje)



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