



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

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
5 de septiembre de 2012

* El *Informe de Política Monetaria* de septiembre del 2012 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente del Senado, senador Camilo Escalona, honorables senadoras y 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 el informe anual del Consejo del Banco Central al Senado, donde presentamos nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena e internacional, así como sus perspectivas e implicancias para la conducción de la política monetaria.

En los últimos meses, se han profundizado las diferencias entre el desempeño de la economía global y la chilena. La situación externa es aún muy compleja. La proyección de crecimiento mundial es algo más débil, en lo principal por una desaceleración de los países emergentes superior a la prevista. Las tensiones en los mercados financieros internacionales se han atenuado en las últimas semanas, pero los problemas fundamentales siguen vigentes. Sin embargo, la economía chilena, a diferencia de lo que se observa en buena parte del resto del mundo, mantiene un sólido desempeño. En el segundo trimestre, el producto y la demanda interna crecieron por sobre lo previsto, reflejando que, hasta el momento, los efectos del debilitado escenario externo sobre la economía nacional han sido tenues.

La proyección de crecimiento para 2012 que presentamos en este IPoM, y cuyos detalles les daré en unos momentos, es superior a la que presentamos ante la Comisión de Hacienda de este Senado en junio pasado. Un conjunto de factores han contribuido a este mayor crecimiento. Entre ellos, el aumento de los ingresos personales como consecuencia del dinamismo laboral, la expansión del crédito a empresas y personas, así como el impulso de la inversión en minería y proyectos complementarios vinculados al elevado precio del cobre. La confianza de consumidores y empresarios ha aumentado o se mantiene en niveles considerados optimistas. También ayudó la caída de la inflación en los últimos meses, vinculada a los precios de alimentos perecibles y combustibles. Este último factor, sin embargo, ha tendido a revertirse en las últimas semanas.

Sin embargo, el escenario macroeconómico presenta riesgos relevantes y, hasta cierto punto, contrapuestos, que ponen a la política monetaria frente a una compleja disyuntiva. Por un lado, los efectos de la delicada situación internacional sobre el crecimiento mundial y las condiciones financieras externas debieran contribuir a restar impulso al dinamismo de la economía chilena. Además, está la posibilidad de un deterioro mayor del escenario externo, con consecuencias más agudas sobre la economía nacional. Por otro lado, la reciente intensificación en el uso de la capacidad instalada, así como la ampliación en el déficit de la cuenta corriente, manifiestan la mantención de un grado de dinamismo de la demanda interna que también involucra riesgos de mediano plazo para la inflación y la vulnerabilidad de las cuentas externas del país.

Por buenas razones, Chile es una economía abierta comercial y financieramente al mundo, que, por la naturaleza de sus exportaciones, se ve muy afectada por *shocks* relevantes provenientes de la economía mundial. En el pasado nos hemos beneficiado de la situación externa. También hemos sufrido las consecuencias de su deterioro. No podemos aislarnos de estos impulsos externos, ni sería saludable que lo hiciéramos. Lo importante, sin

embargo, es que hemos desarrollado un esquema de políticas que nos permite absorberlos y mitigarlos de la mejor forma posible. Chile necesita mantener un esquema robusto de políticas macroeconómicas y financieras que le permitan superar en forma efectiva estas perturbaciones externas con los menores costos posibles para el país.

Dentro de este esquema, está un Banco Central autónomo con objetivos claros: una inflación baja y estable, y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. La política monetaria está orientada a lograr una meta explícita de inflación en un horizonte de mediano plazo, mediante una política monetaria independiente que contribuya a la estabilización del ciclo económico. El complemento es un régimen de flotación cambiaria. Otro elemento relevante es un manejo responsable y predecible de la política fiscal, reflejado en la regla que la guía. Se agrega un sistema financiero sólido, con una regulación y supervisión adecuada. Lo mismo, una cada vez mayor integración comercial y financiera. El hecho que el deterioro de la situación económica en el mundo desarrollado no haya tenido un efecto tan significativo en nuestras exportaciones es producto, entre otras, de esta diversificación de los mercados externos.

Quisiera profundizar en algunos aspectos de estos pilares. En el ámbito de la regulación y supervisión del sistema financiero, las causas y consecuencias de la crisis de 2008 y 2009 han dejado grandes lecciones a los responsables de estas políticas alrededor del mundo. Basta mencionar los cambios que se están desarrollando en Estados Unidos y la Eurozona, como son las propuestas de la Ley Dodd-Frank y la instauración de una autoridad bancaria europea. En Chile, nuestro sistema financiero no se vio involucrado en las prácticas que dieron origen a la crisis en el mundo desarrollado. Pese a ello, estamos revisando continuamente nuestra normativa a la luz de la experiencia y las mejores prácticas que se observan hoy en el mundo.

Otro aspecto relevante dice relación con la política cambiaria. En las últimas semanas hemos observado una apreciación del peso respecto del dólar, lo que ha llevado a algunos gremios a solicitar una intervención del Banco Central. Creo relevante hacer varias precisiones al respecto. En primer lugar, reafirmar la validez de una política con régimen de tipo de cambio flexible para la economía chilena. Nuestra historia económica ha estado llena de diversos experimentos en esta área. Hasta ahora, el esquema que ha dado mejores resultados para una economía con las características de la chilena es el de tipo de cambio flexible. Cuando las autoridades buscaron controlar artificialmente el valor de la moneda, se generaron desequilibrios que terminaron siendo muy costosos para el país. La adopción de la flexibilidad cambiaria en 1999 ha permitido sortear posteriormente momentos complejos. El mayor fue la recesión mundial de 2009, cuando la política de tipo de cambio flotante permitió acomodar los abruptos cambios del escenario externo, tanto a través de la depreciación del peso como de la implementación de una política monetaria activa para estabilizar la demanda. A su vez, el desarrollo de instrumentos que permiten protegerse de los vaivenes de corto plazo en esta variable, permite acotar sus efectos sobre los agentes que se cubren. Sin duda, se puede lograr más en este aspecto, pero los avances han sido importantes.

Con todo, el Banco Central siempre se ha reservado la posibilidad de intervenir el mercado cambiario. Así lo hemos hecho en cuatro ocasiones desde 1999. Sin embargo, este tipo de

medidas, que son de carácter excepcional, deben tener una justificación sólida. En el pasado, estas intervenciones se han justificado en relación con la posición de liquidez internacional del Banco Central y la desviación claras y persistentes del tipo de cambio real respecto de sus fundamentos de mediano y largo plazo.

En las circunstancias actuales, no es evidente que se apliquen estos criterios. En primer lugar, es importante resaltar que el nivel actual del tipo de cambio real, aunque bajo respecto de hace unos meses y también en relación con el promedio de los últimos quince a veinte años, se encuentra dentro de valores acordes con los fundamentos que lo determinan. Ciertamente está en la parte baja de estos valores, pero aún sigue siendo coherente con ellos (gráfico 1).

Como lo mencioné, los elementos detrás de la apreciación del peso son variados. Por un lado, está el favorable nivel de nuestros términos de intercambio. Pese al deterioro del mundo desarrollado y el menor crecimiento de China, los precios de las materias primas se han mantenido altos. En especial el cobre. Ello, ha llevado a que los términos de intercambio que hoy enfrentamos, aunque han caído este año, sean todavía bastante superiores a los de las últimas décadas. De hecho, otras economías exportadoras de materias primas, como Australia, Nueva Zelanda o Canadá, han experimentado apreciaciones de sus monedas comparables a la del peso chileno (gráfico 2).

Por otro lado, está la solidez que ha exhibido la economía chilena, en parte relacionada con los efectos del mayor precio del cobre sobre el ingreso estructural y gasto del sector público, así como con el mayor impulso de los proyectos de minería e inversiones relacionadas. Mientras el mundo desarrollado muestra un desempeño débil y las principales economías emergentes se desaceleran más allá de lo previsto, Chile evidencia tasas de crecimiento por sobre lo esperado. Los diferenciales entre las tasas de interés en el mundo desarrollado y en Chile reflejan esta disímil posición cíclica.

Tampoco se debe dejar de lado que la apreciación del peso respecto del dólar no es fenómeno exclusivo de la economía chilena. Es un hecho común para todos los exportadores con lo que competimos en los mercados mundiales. Esto, porque el origen fundamental de ella es la debilidad del dólar. Debilidad que se origina en la fuerte expansión monetaria que ha realizado Estados Unidos. No obstante, como lo mencioné antes, esto no es solo causa de la política monetaria expansiva, sino también de la debilidad de la demanda interna y de los desequilibrios externos de la economía estadounidense. El caso de Europa es comparable, y por ello es que el euro también se ha depreciado respecto del resto de las monedas, no solo respecto de la nuestra. Para que el crecimiento de los países desarrollados mejore y el mundo como un todo repunte, se necesita que la demanda interna de los países que se encuentran en una posición cíclica fuerte se oriente hacia las importaciones, al mismo tiempo que los países con demanda interna débil aumenten sus exportaciones.

El segundo factor mencionado como argumento para intervenir en el mercado cambiario es la necesidad de acumular reservas internacionales. Ello, como una protección ante un deterioro mayor del escenario externo. Durante los últimos años, el Banco Central ha aumentado su nivel de reservas de forma significativa. Las intervenciones realizadas en

2008 y 2011 incrementaron las reservas en cerca de 18 mil millones de dólares, duplicando el nivel vigente a diciembre de 2007. Así, a julio de este año, las reservas equivalieron a cerca de 15 por ciento del PIB.

Sin duda, la acumulación de reservas internacionales tiene beneficios. Una economía con un mayor nivel de reservas internacionales disminuye la probabilidad de un cambio abrupto en sus condiciones de financiamiento externo, modera la intensidad de sus efectos y da margen de maniobra a las autoridades para actuar compensatoriamente. Por lo mismo, es importante un nivel y administración de las reservas internacionales que permita otorgar seguridad de su disponibilidad al momento de ser necesario. Sin embargo, las ganancias que se obtienen en el margen son menores a medida que el saldo acumulado de reservas es mayor. La acumulación de reservas que el Banco ha llevado a cabo en los últimos años, así como la gestión que hace de ellas —cuyos detalles se presentan en un Anexo de este IPoM— debería ser suficiente para enfrentar episodios extremos. Se debe constatar, además, que en el caso de la economía chilena están los fondos soberanos que también podrían contribuir a aliviar las necesidades de financiamiento ante mayores tensiones externas. Los fondos externos de inversionistas institucionales también son potenciales agentes estabilizadores en este sentido.

Por otro lado, no debe soslayarse el hecho de que una intervención tiene costos. En primer lugar, porque puede llevar a una confusión sobre el objetivo del Banco Central: la inflación o el tipo de cambio. En nuestro caso, hemos lidiado con este problema realizando intervenciones transparentes y esterilizadas, con un cronograma conocido de modo que no interfiera con la formulación de la política monetaria. Además, nuestra comunicación ha sido clara en cuanto a que el objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios.

En segundo lugar, una intervención tiene un costo financiero importante para el Banco Central y el país. Las reservas internacionales son invertidas en activos en el exterior, altamente líquidos, cuyo retorno es menor al que se paga por los instrumentos de deuda en pesos que se utilizan para esterilizar la compra. En el escenario actual, en que los diferenciales de tasas de interés interna y externa son relevantes y se espera se mantengan por un período prolongado, el costo financiero de acumular reservas es significativo y deteriora continuamente el balance del Banco. En un Anexo que acompaña este IPoM, proyectamos que el patrimonio negativo del Banco pasará de 2 a 3,8 por ciento del PIB entre 2011 y 2013. Este deterioro se explica por la composición de nuestros activos y pasivos. En las circunstancias actuales, aumentar las reservas provocaría un deterioro adicional de nuestra posición financiera. Aunque el patrimonio negativo del Banco no ha sido un impedimento para el manejo de la política monetaria, tomar acciones que aumenten dicho valor negativo es un costo que es pagado por todos los chilenos.

Dicho todo esto sobre la conveniencia o no de una intervención cambiaria, es indudable que la mejor forma que nuestro sector exportador tiene para aumentar su competitividad en los mercados externos es a través de un constante mejoramiento de los procesos, tanto por la inversión en tecnología como por el desarrollo del capital humano. Del mismo modo, es importante la búsqueda constante de nuevos mercados de destino y la innovación en sus productos, que les permitan obtener condiciones más ventajosas en sus negocios. De cualquier forma, también hay temas internos que deben resolverse para apoyar la

competitividad de nuestros productores. Entre ellos, todas las medidas que hagan más eficientes los procesos administrativos al momento de formar y mantener una empresa y, especialmente, el establecimiento de una política que apunte al desarrollo de una matriz energética equilibrada que reduzca los costos en este ámbito. Como hemos destacado en otras ocasiones, el costo de la energía eléctrica en Chile, que es un insumo relevante en la actividad productiva, está por sobre el promedio de los países de la OECD.

Permítanme ahora pasar a describirles el escenario macroeconómico que contiene nuestro Informe de Política Monetaria.

Escenario macroeconómico

Como mencioné en un principio, en los últimos meses se han profundizado las diferencias entre el desempeño de la economía mundial y la chilena. El escenario externo sigue siendo complejo y las perspectivas de crecimiento se han debilitado algo respecto lo previsto en junio. En Chile, en cambio, las cifras de crecimiento del segundo trimestre se ubicaron por sobre lo previsto, con lo que se siguió intensificando el uso de la capacidad instalada. La inflación total ha sido menor que la esperada y se ubica en la parte baja del rango de tolerancia, lo mismo que las medidas subyacentes. Dentro de la inflación subyacente, destaca, sin embargo, la diferencia entre la evolución de la inflación de bienes y la de servicios. Esta última, más ligada al estado de las holguras, sigue en niveles cercanos a 5 por ciento anual, dando cuenta de la vigencia de los riesgos de mediano plazo para la inflación. En este contexto, desde enero pasado el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5 por ciento.

En el escenario externo, la mayor novedad de los últimos meses se ha concentrado en el desempeño del mundo emergente, confirmando una desaceleración que ha ido más allá de lo previsto. Resalta el menor dinamismo de Brasil, China e India. Detrás de este menor crecimiento hay varios elementos, destacando los efectos en sus exportaciones de la desaceleración global, especialmente de Europa, y las políticas más restrictivas aplicadas en el pasado. Ello ha llevado a la notoria reducción del crecimiento del sector manufacturero en estos países.

En América Latina el panorama sigue siendo bastante heterogéneo. Como acabo de señalar, destaca la importante desaceleración de Brasil, lo que por su tamaño explica en gran medida la corrección a la baja del crecimiento previsto para la región este año y el próximo. No obstante, hacia adelante se anticipa una recuperación, considerando que las medidas expansivas aplicadas por sus autoridades comenzarán a tener efecto. Colombia y Argentina también han entregado señales de desaceleración, aunque el primero con más crecimiento. Perú, por su parte, sigue con un crecimiento dinámico. En México, el crecimiento de la primera mitad del año superó las expectativas, pero hacia adelante los efectos del debilitado sector externo se harán más visibles.

Las economías desarrolladas continúan mostrando un crecimiento débil. En Estados Unidos, la evaluación general sigue siendo de una recuperación lenta. El Reino Unido está en recesión, afectado por una debilitada demanda externa e interna, esta última mermada por condiciones crediticias restrictivas y políticas tendientes a la consolidación fiscal. En la

Eurozona, el PIB se contrajo en el segundo trimestre, luego de un crecimiento nulo a comienzos de año. La evolución del área siguió marcada por las grandes diferencias entre las economías periféricas —con fuertes caídas— y las del centro de Europa —con aumentos modestos—, que reflejan vulnerabilidades financieras y fiscales. Sin embargo, preocupa la debilidad de algunos indicadores más recientes de Alemania, en particular los relativos al consumo interno que se suman al débil desempeño de sus exportaciones y su sector industrial.

En los mercados financieros externos se ha producido cierta calma, debida, entre otras causas, a los anuncios para avanzar hacia una unión bancaria y las declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo respecto de la posibilidad de implementar en el corto plazo un programa de compra de bonos soberanos, previo acuerdo político respecto de un programa de ajuste fiscal. Además, no ha habido vencimientos importantes de deuda soberana de economías periféricas en las últimas semanas. Sin embargo, la Eurozona enfrenta un arduo camino, pues las dificultades para llevar a cabo estas acciones son considerables. Por ejemplo, no está claro cómo podría llevarse a la práctica una unión bancaria en la zona y, por el momento, no se cuenta con el apoyo unánime de los países miembros. Se agrega que, para los próximos meses, hay varios eventos que pueden hacer resurgir las tensiones en los mercados. Para septiembre, destacan, entre otros, la evaluación del grupo tripartito sobre el cumplimiento de los ajustes acordados en Grecia y la posibilidad de un nuevo programa, además de la votación en el tribunal constitucional alemán sobre la legalidad del ESM. En octubre, aparece un exigente calendario de vencimientos de deuda de España, que conlleva obligaciones de refinanciamiento en los mercados internacionales.

El impulso externo que recibirá la economía chilena será algo menor que el proyectado hace unos meses. Por un lado, en el escenario base los socios comerciales crecerán 3,5 y 3,8 por ciento en 2012 y el 2013, respectivamente, una décima menos de lo contemplado en junio. Ello, como se mencionó, por las revisiones a la baja del crecimiento de las economías emergentes. Por otro lado, los términos de intercambio serán menos favorables que lo previsto en ese entonces. El precio del petróleo y de sus derivados será superior al considerado en junio, por los problemas de oferta y los crecientes riesgos geopolíticos en el Medio Oriente. Se agrega, también por problemas de oferta, el incremento de los precios de los alimentos en el mercado externo, especialmente de los granos. El precio proyectado del cobre no tiene cambios respecto de junio. Por último, pese a la mayor calma observada, el escenario base considera nuevos episodios de tensión en los mercados financieros globales, similares a los observados en el último año. Ello, dados los eventos esperados para los próximos meses y las dificultades para avanzar hacia una solución más permanente a los problemas de la Eurozona (tabla 1).

En Chile, la mayor novedad es el crecimiento por sobre lo previsto de la actividad y la demanda interna en el segundo trimestre del año. En el dinamismo de la actividad, destacó el desempeño de sectores ligados a la demanda interna, como la construcción, el comercio y los servicios. También resaltó el mejor resultado de la industria, que si bien creció por debajo del agregado del PIB, lo hizo por sobre lo esperado, también impulsado por las líneas ligadas a la demanda, en particular a la inversión, y a producciones puntuales orientadas a exportaciones. Por el lado del gasto, resaltó una acumulación de inventarios

más intensa que en meses previos (gráfico 3). Esto parece responder a un comportamiento que buscó recuperar niveles de stocks luego de la reducción que se apreció a fines de 2011 y que, en ese momento, se vinculó con la expectativa de efectos negativos del escenario externo en las ventas finales. También destacó la renovada fortaleza del consumo y la formación bruta de capital fijo. El consumo sigue apoyado en la evolución del mercado laboral y condiciones financieras sin cambios sustanciales. En la inversión, predomina el aporte de construcción y obras, relacionado en lo principal con proyectos mineros y energéticos, pero también con el mayor dinamismo del sector inmobiliario. Esto se refleja en la trayectoria de las colocaciones comerciales.

El comportamiento de la actividad, en especial de los sectores distintos de recursos naturales, y de la demanda interna llevó a que se siguiera intensificando el uso de la capacidad instalada. Pese a que el crecimiento anual del empleo y de los salarios nominales ha descendido, el mercado laboral continúa estrecho (gráfico 4). Sin embargo, la mayor presión de la demanda interna, en especial de la inversión, y menores precios del cobre comparados con 2011, han llevado a una ampliación del déficit en cuenta corriente. En el año terminado en el segundo trimestre de 2012 este déficit subió a 2,7 por ciento del PIB, desde 1,3 por ciento al cierre de 2011.

Por el lado de la inflación anual, en los últimos meses esta ha seguido con una trayectoria a la baja, influida por los precios de los combustibles. La medida subyacente que excluye los alimentos y energía (IPCSAE) se ha estabilizado en valores cercanos a 2,5 por ciento. Se mantiene el disímil comportamiento de la inflación subyacente de bienes y de servicios. Esta última, más directamente relacionada con el estado de las holguras de capacidad, sigue con tasas de variación anual en torno a 5 por ciento, dando cuenta de los riesgos de mediano plazo sobre la inflación. Por otro lado, la trayectoria descendente de la inflación efectiva se explica en gran medida por el componente de bienes (gráfico 5).

En el escenario base, se prevé que este año la economía chilena crecerá entre 4,75 y 5,25 por ciento. El cambio en la proyección se explica principalmente por los datos efectivos de la primera mitad del año y porque los efectos de la situación externa en la economía chilena serán menores este año que lo previsto en junio. Con todo, en el escenario base, durante la segunda mitad de 2012 el PIB tendrá tasas de crecimiento más bajas que las del primer semestre, con lo que el uso de la capacidad instalada retornaría paulatinamente a niveles normales. El Consejo sigue estimando que el crecimiento de tendencia se encuentra en torno a 5 por ciento. Para 2013, el Consejo prevé una tasa de crecimiento del PIB de entre 4 y 5 por ciento. En el escenario base, el déficit de la cuenta corriente alcanzará a 3,2 por ciento del PIB este año. En 2013 se ampliará a 4,4 por ciento, reflejando el dinamismo de la demanda interna, y en menor medida, un precio del cobre más bajo. El que la ampliación del déficit en cuenta corriente responda principalmente al mayor dinamismo previsto para la demanda interna se evidencia en que la cuenta corriente medida a precios de tendencia también tendrá un déficit superior el próximo año en comparación a 2012, pasando de 4,6 a 5,2 por ciento del PIB. Más adelante volveré a referirme sobre este tema (tabla 2).

En cuanto a la inflación, el escenario base prevé que la variación anual del IPC a fines de año será menor que la proyectada en junio, llegando a 2,5 por ciento. Luego, retornará gradualmente hasta 3 por ciento, valor que alcanzará en la segunda mitad de 2013 y en

torno al cual oscilará hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre de 2014. El IPCSAE convergerá a 3 por ciento, más lento que lo previsto en junio (gráfico 6). 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 se mantendrá estable en el corto plazo.

El escenario base refleja los eventos que el Consejo estima tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico del 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 para la actividad y la inflación está equilibrado.

En lo externo, los riesgos descritos en los últimos trimestres no han variado mayormente. La situación de la Eurozona es compleja. La concreción de los anuncios no será fácil y el paso del tiempo conlleva mayores problemas para las economías de la periferia, por lo que no se puede descartar una agudización severa de la crisis financiera en la Eurozona o incluso escenarios más extremos con implicancias sistémicas. Se suma la discusión en Estados Unidos para evitar que se desencadenen ajustes fiscales en 2013. De frustrarse los intentos por llegar a acuerdos, el crecimiento de esta economía caería de manera importante y además generaría tensiones en los mercados financieros.

En el mundo emergente, el mayor riesgo es la profundización de las señales de desaceleración económica. En el agregado, el crecimiento mundial previsto no se aleja en demasía de su expansión promedio de los últimos 15 a 20 años, pero esto ha sido sostenido por el desempeño de las principales economías emergentes. Especial preocupación concita el desempeño de China, por su peso en la economía mundial y relevancia en la evolución del precio del cobre. De entrar en una desaceleración mayor, se acentuaría la debilidad del crecimiento global y afectaría con mayor intensidad a economías exportadoras de materias primas, como la chilena, que aún mantienen tasas de crecimiento altas. También es posible que factores de oferta intensifiquen el alza reciente de los precios de algunas materias primas, en especial combustibles y granos.

En lo interno, los riesgos inflacionarios de mediano plazo siguen vigentes. La trayectoria reciente de los precios internacionales de los combustibles y de algunos alimentos podría traspasarse rápidamente a inflación, sobre todo en el actual estado de las holguras de capacidad. Además, la mantención o incremento del dinamismo de la actividad y la demanda interna puede seguir intensificando el uso de la capacidad instalada y provocar presiones inflacionarias por encima de la meta. Al mismo tiempo, podrían resultar en una ampliación del déficit en cuenta corriente que genere factores de vulnerabilidad para la economía en un escenario global complejo. De hecho, de darse este fenómeno en un contexto de bajas repentinas del precio del cobre o mayores costos de financiamiento externo, puede requerir de ajustes difíciles.

El escenario macroeconómico actual plantea riesgos relevantes con respuestas de política en distintas direcciones. Por un lado, aunque por el momento sus efectos han sido tenues, la situación externa es grave. Chile es una economía pequeña y abierta comercial y financieramente, por lo que no será inmune a los sucesos globales. La probabilidad de eventos extremos no se ha reducido y su materialización podría tener consecuencias muy significativas en la actividad mundial, incluido Chile. Por otro lado, la solidez de la actividad y la demanda interna, junto con las recientes alzas de los precios de algunas materias primas, mantiene la vigencia de los riesgos inflacionarios de mediano plazo. La TPM se ubica dentro de rangos considerados neutrales, lo que entrega flexibilidad para esperar que los efectos concretos de estos escenarios sobre la economía chilena se hagan visibles con claridad. 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.

Quisiera hacer unas *reflexiones* finales.

Reflexiones finales

En el último tiempo, nuestras presentaciones al Senado han estado marcadas por períodos de alta volatilidad o de relativa calma en los mercados financieros internacionales. Tanto a fines de 2011 como en junio pasado trajimos a ustedes nuestro IPoM en medio de fuertes turbulencias externas, con expectativas de mercado que daban posibilidades no menores a la ocurrencia de escenarios extremos. Hoy, tal como en marzo pasado, presentamos este IPoM en medio de un ambiente de mayor calma, pero donde los riesgos siguen plenamente vigentes.

En el escenario base, suponemos que se repetirán episodios de tensión en los mercados externos. ¿Qué lo justifica? Simplemente que la situación de las economías desarrolladas y la complejidad de sus problemas macroeconómicos, financieros y fiscales, está lejos de ser resuelta. Aún queda mucho camino por recorrer. El problema clásico de política económica es el de la coherencia en el tiempo, porque los costos de ajustes se pagan hoy, mientras que los beneficios se reciben mañana. A esto se agrega, en el caso de la Eurozona, un difícil problema de acción colectiva, por la dificultad de repartir los costos entre los involucrados. Todo esto lleva a que las decisiones políticas para resolver la situación se van dilatando en el tiempo y los problemas se van agravando.

Podemos añadir que economías emergentes de gran tamaño, como China, Brasil e India, están mostrando signos de una desaceleración más allá de la prevista. Su importancia para el comercio mundial, y el chileno en particular, nos hacen ver con especial preocupación su evolución. Aunque el precio del cobre no ha tenido cambios, una desaceleración más significativa de la economía china podría generar efectos relevantes en el resto del mundo y llevarnos a una situación compleja, especialmente si provoca una caída en los términos de intercambio.

Quisiera detenerme un momento en el análisis de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el escenario base de este IPoM, proyectamos que en 2012 y 2013 la cuenta corriente

tendrá déficits del orden de 3 a 4 por ciento del PIB. Saldos que contrastan con lo que había sido el comportamiento de la cuenta corriente en los últimos años. Además, llaman la atención porque se dan en un momento en que, pese a un escenario externo complejo, los términos de intercambio que enfrenta Chile son favorables.

La persistencia y ampliación de déficits de cuenta corriente elevados puede generar factores de vulnerabilidad para la economía chilena ante *shocks* externos. Aunque el déficit de cuenta corriente de una economía no es una condición suficiente para anticipar crisis de distinta índole, sí puede incidir en una mayor probabilidad de ocurrencia de estas. Ello, por ejemplo, por la relevancia que esta variable puede tener en el riesgo soberano, las condiciones de financiamiento externo y, en definitiva, sobre el acceso a las fuentes que solventan dicho déficit.

En el pasado, una parte relevante de las crisis a las que se ha enfrentado el país han estado relacionadas con la persistencia de elevados déficits en la cuenta corriente. Por lo tanto, el Consejo estima que es de importancia mantener un seguimiento cercano de los factores detrás del déficit actual, de modo de evitar que se incuben desequilibrios que afecten el desempeño futuro de la economía.

Sin embargo, una diferencia importante con el pasado es que nuestro esquema de política económica ha avanzado en mecanismos que permiten lidiar con los desequilibrios y los *shocks* externos. Por ello, como lo señalé en un comienzo, es relevante que mantengamos y perfeccionemos continuamente los pilares macroeconómicos que le han dado estabilidad y capacidad de resiliencia a nuestra economía. De nuestro lado, con la continua revisión de los factores que pueden afectar la estabilidad financiera y el normal funcionamiento del sistema de pagos de la economía, de forma de realizar los perfeccionamientos a la normativa que permitan avanzar hacia un mejor modelo de regulación y supervisión. También, con el compromiso de mantener una política cambiaria flexible, pues creemos que es la mejor forma de ajustarnos en forma temprana a cambios bruscos en las condiciones externas y disponer de la política monetaria para aliviar sus efectos sobre la economía chilena.

Por último, a través de una política monetaria creíble y orientada al control de la inflación. La inflación es una fuente de tensiones sociales, que afecta particularmente a los más necesitados. Aquellos que no tienen la capacidad de negociar reajustes salariales ante un cambio brusco en el nivel de precios.

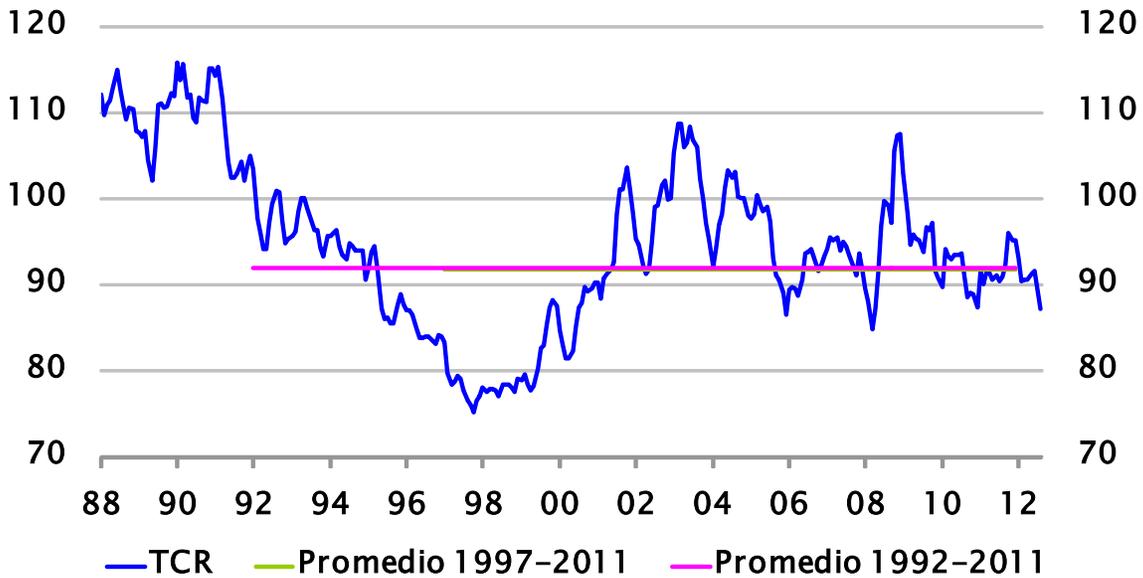
Como ya hemos señalado insistentemente en los últimos meses, la política monetaria se enfrenta a dos fuerzas en direcciones opuestas. Por un lado, un escenario externo débil y que no agregará mayor impulso a la economía. Por otro lado, una actividad y demanda interna que muestran fortaleza, con holguras de capacidad y un mercado laboral estrechos. La labor del Banco Central es manejar su política monetaria evitando que se incuben presiones inflacionarias incoherentes con la meta.

En este ambiente de volatilidad y elevados riesgos, el Consejo ha mantenido una actitud prudente. Actuar precipitadamente solo reducirá su capacidad de acción. Así como no es razonable suponer que somos inmunes a lo que sucede en el mundo, tampoco lo es suponer

que hoy estamos siendo fuertemente afectados. El paso del tiempo nos dará más luces sobre los efectos concretos de la situación externa en Chile y de la evolución de los equilibrios internos. Por ahora, es importante aprovechar las oportunidades que se nos presentan para mantener e incrementar la solidez de nuestra economía, pero también tener en cuenta que los riesgos existen y son significativos.

Muchas gracias.

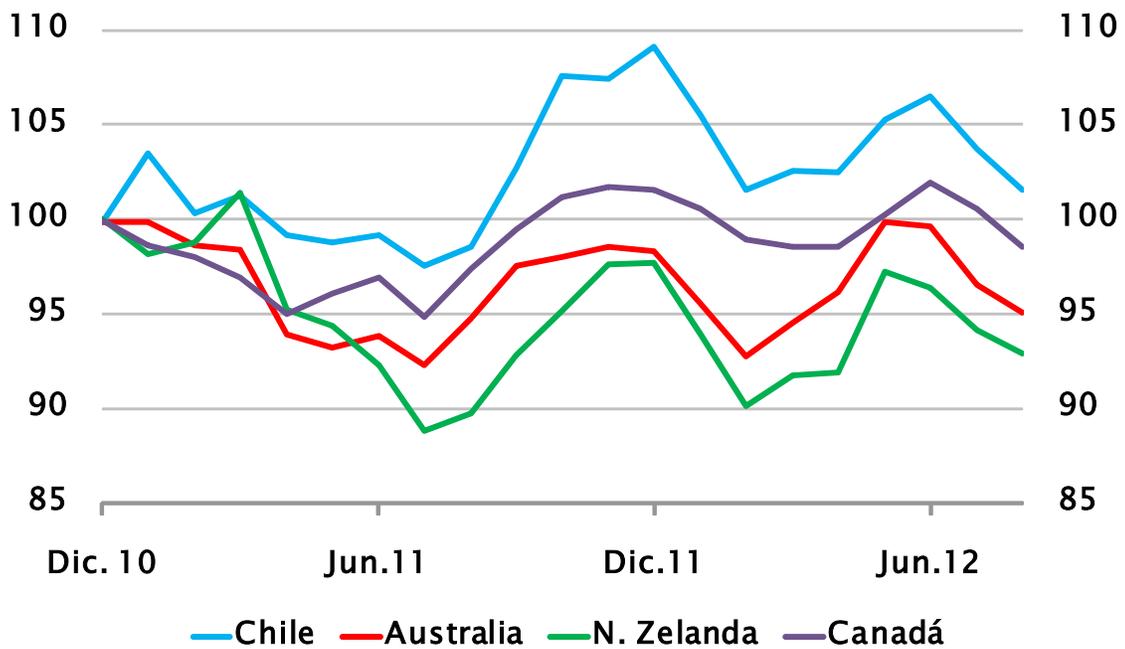
Gráfico 1
Tipo de cambio real (*)
 (índice 1986=100)



(*) Cifra de agosto incluye información hasta el 30 de agosto de 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2
Tipo de cambio nominal
 (índice diciembre 2010=100)



Fuente: Bloomberg.

Tabla 1

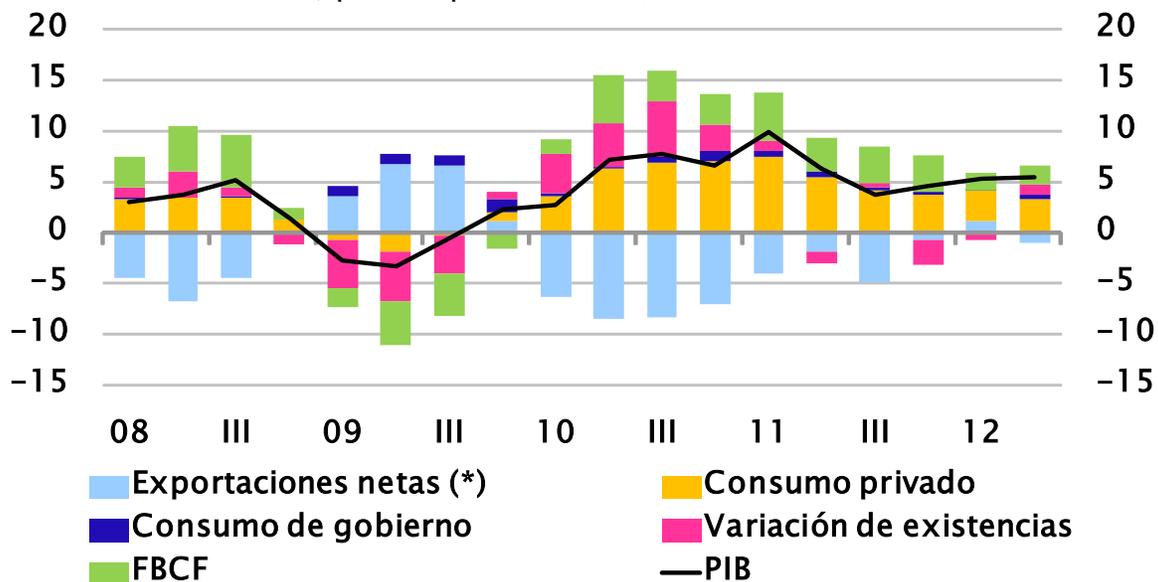
Supuestos del escenario base internacional

	2011 (e)	2012 (f)			2013 (f)			2014 (f)
		IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Sep. 12	IPoM Sep. 12
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)						
Socios comerciales	4,1	3,8	3,6	3,5	4,2	3,9	3,8	4,3
Mundo a PPC	3,8	3,3	3,2	3,1	3,9	3,6	3,6	4,1
Estados Unidos	1,8	2,1	2,0	2,2	2,3	2,0	2,0	2,4
Eurozona	1,5	-0,3	-0,6	-0,4	1,0	0,3	0,3	1,7
Japón	-0,8	2,0	2,7	2,7	1,6	1,3	1,3	1,4
China	9,2	8,1	7,9	7,8	8,5	8,2	8,1	8,3
India	6,5	7,3	6,5	5,8	7,9	7,2	7,1	7,3
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	4,2	4,3	3,9	3,5	4,8	4,6	4,5	4,8
América Latina (excl. Chile)	4,4	3,6	3,3	3,0	4,0	3,7	3,4	3,9
		(en niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	400	370	355	355	360	340	340	350
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	111	121	107	113	115	97	109	103
		(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	0,5	-5,3	-6,9	-7,4	-0,1	-1,5	-2,6	1,3

(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.

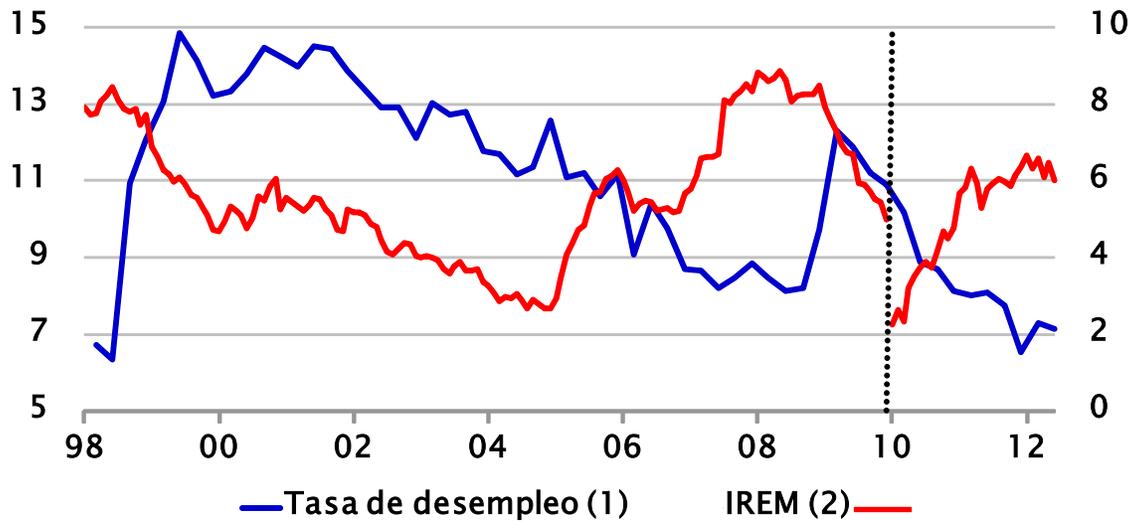
Gráfico 3
Contribución al crecimiento anual del PIB
(variación real anual, puntos porcentuales)



(*) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

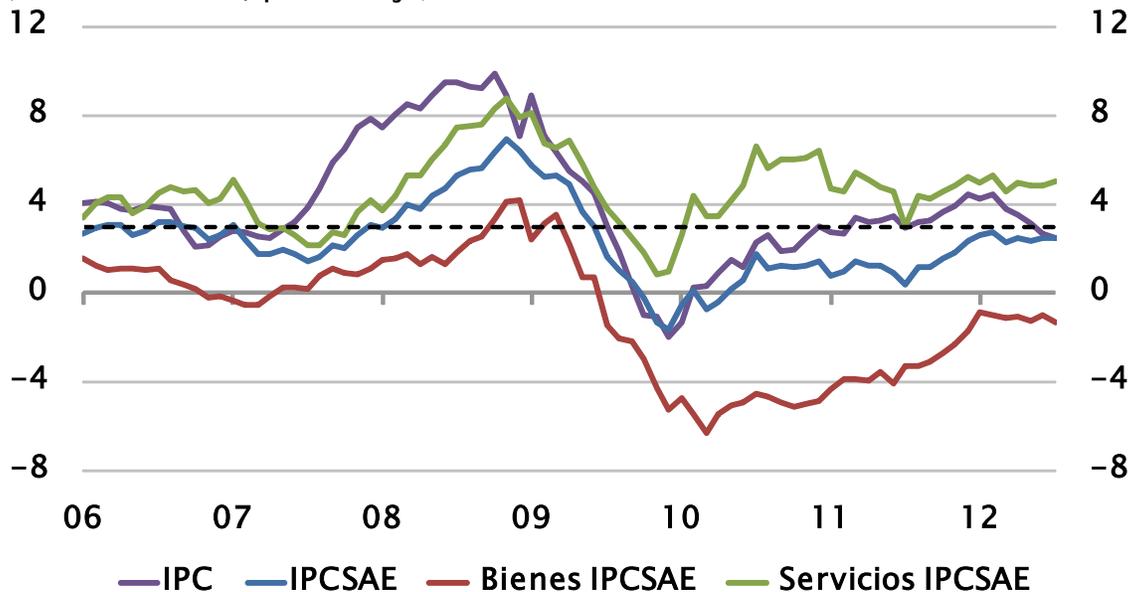
Gráfico 4
Mercado laboral
 (variación anual, porcentaje)



(1) Considera la encuesta de la Universidad de Chile. Serie desestacionalizada.
 (2) A partir de enero (señalizado con la línea punteada) se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Universidad de Chile.

Gráfico 5
Indicadores de inflación
 (variación anual, porcentaje)



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

Tabla 2

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

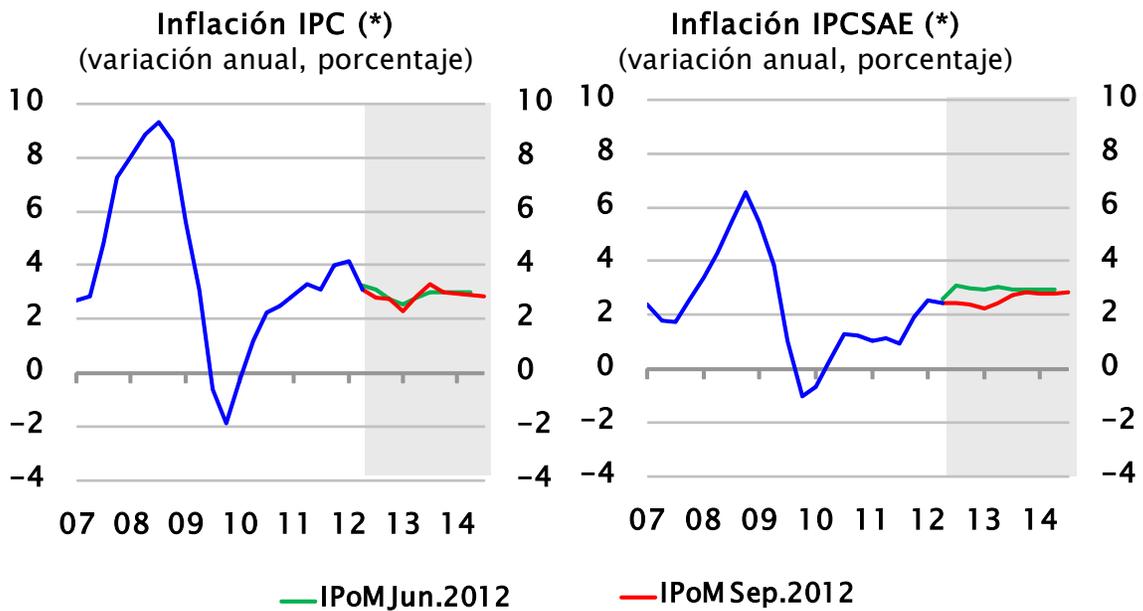
	2011	2012 (f)				2013 (f)
		IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Sep. 12	
PIB	6,0	3,75-4,75	4,0-5,0	4,0-5,0	4,75-5,25	4,0-5,0
Demanda interna	9,4	3,7	5,3	5,2	5,6	5,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	10,2	4,8	5,8	5,5	5,5	5,8
Formación bruta de capital fijo	17,6	5,8	8,9	7,4	7,0	7,1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

(f) Proyección.

(*) La proyección de diciembre fue realizada con las cuentas nacionales con año base 2003. Desde marzo en adelante con las cuentas nacionales con año base 2008 considerando los índices encadenados.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre de 2012, corresponde a la proyección.

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