



**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 junio de 2012

---

\* El *Informe de Política Monetaria* de junio de 2012 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 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 junio de 2012 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre de 2012.

Desde ya hace varios trimestres que la economía mundial ha sufrido constantes vaivenes. Hemos destacado muchas veces que las causas y consecuencias de la crisis financiera de 2008 aún no han sido resueltas. Gracias a una combinación de respuestas de política económica y un saludable estado de sus economías y sistemas financieros, el mundo emergente logró mitigar sus efectos y retomar una senda de crecimiento. Pero el mundo desarrollado, en especial la Eurozona, no ha logrado recuperar su dinamismo. Así, hemos visto continuas tensiones en los mercados financieros mundiales, dudas sobre el desempeño que tendrá la economía global y la aparición, desaparición y reaparición de riesgos. Con el paso del tiempo, sin señales evidentes de mejoría del panorama de estas economías, los problemas se han ido exacerbando. La debilidad del crecimiento y la necesidad de que hogares, empresas, bancos y gobiernos reduzcan su endeudamiento, ha generado un círculo vicioso que entrapa la solución a los problemas macroeconómicos y financieros de las economías avanzadas.

Ciertamente, la situación de Estados Unidos es distinta que la de la Eurozona, porque la institucionalidad y la resolución de los desequilibrios internos son distintas. En el caso de la Eurozona, en especial para algunas economías, la situación actual es difícil de sostener. No obstante, persisten diferencias importantes. Aunque dicho bloque económico como un todo tiene una cuenta corriente prácticamente equilibrada, hay importantes diferencias entre países. Alemania ha mantenido por varios años un excedente de ahorro que se ha manifestado en un superávit en su cuenta corriente, mientras que varias economías de la periferia muestran un déficit (gráfico 1). Las rigideces cambiarias y salariales no ayudan a resolver los desequilibrios al interior de la región. Con todo, en los últimos trimestres se ha estado produciendo parte del ajuste requerido. Alemania ha incrementado sus importaciones desde las economías de la periferia de la Eurozona y ha reducido sus exportaciones hacia esos países. La solución a los desequilibrios en la Eurozona tomará largo tiempo y no será para nada un asunto fácil. El costo de cualquiera de las soluciones será sin duda alto.

Lo que ha sucedido en las últimas semanas ha vuelto a confirmar que la situación está lejos de resolverse y que persisten desequilibrios en el mundo desarrollado que mantienen una tensión latente en los mercados financieros. La reaparición de riesgos y las tensiones que hemos visto son reflejo de ello y han llevado a una profundización de las diferencias entre la evolución de la economía chilena y la internacional (tabla 1).

Así, hoy nuevamente enfrentamos riesgos externos significativos. Tras una mejora en el primer trimestre del año, la situación en la Eurozona volvió a deteriorarse y se han agudizado las tensiones en los mercados financieros hasta niveles similares o superiores a los observados en diciembre pasado. El escenario base del IPoM de marzo consideraba la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas, aunque advertía sobre los riesgos existentes. En los últimos meses han resurgido dichos riesgos. Nuevamente está en discusión la posibilidad de un desenlace desordenado de la crisis de la Eurozona. En varias economías se ha puesto en tela de juicio el apoyo político para las medidas de austeridad fiscal acordadas. La situación económica y financiera de España ha continuado deteriorándose y su prima por riesgo subió a niveles históricos, pese al anuncio de capitalización de su banca. Además, sigue presente la duda de si otros países requerirán de una medida similar.

En respuesta, los mercados financieros muestran aumentos de las primas por riesgo y una mayor preferencia por activos seguros. Las bolsas presentan caídas generalizadas, la volatilidad ha aumentado, el dólar ha vuelto a apreciarse y las tasas de interés de los bonos de gobierno de economías consideradas seguras han alcanzado mínimos históricos. Al mismo tiempo, ha habido una importante caída de los precios de las materias primas, en especial del petróleo. Al igual que a fines de 2011, los principales efectos de estas tensiones en las economías emergentes, además del menor precio de las materias primas, han sido la depreciación de sus monedas, la caída de sus bolsas y el aumento de las primas por riesgo de sus bonos externos. Esto también se ha observado en Chile. Hasta el cierre estadístico de este IPoM los efectos han sido acotados. Comparando con marzo, la paridad peso/dólar se ha depreciado algo menos de 5 por ciento; la bolsa, medida por el IPSA en pesos, ha perdido algo más de 7 por ciento y los premios soberanos de CDS chilenos han subido cerca de 40 puntos base. Los mercados monetarios, en tanto, han funcionado normalmente.

A diferencia de lo que ocurre en el mundo desarrollado, en Chile la actividad y la demanda interna siguen mostrando fortaleza. En el primer trimestre el crecimiento anual del PIB estuvo por sobre lo previsto en marzo. No obstante, trimestre a trimestre redujo su dinamismo respecto de fines de 2011 y su incremento fue acorde con la tendencia. La inflación ha sido menor que la esperada lo que, sumado a la caída de los precios internacionales de los combustibles, ha disminuido los riesgos para su evolución en el corto plazo. No obstante, los riesgos inflacionarios de mediano plazo siguen latentes como consecuencia de una situación estrecha en los mercados internos.

En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5 por ciento desde enero y ha condicionado sus movimientos futuros a las implicancias de las condiciones internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Chile está en una posición saludable para enfrentar un deterioro del escenario global. Hemos construido una institucionalidad económica que nos ha permitido alcanzar niveles de crecimiento importantes y tener herramientas para mitigar los *shocks* adversos que nuestra economía pueda sufrir. Pero no somos inmunes. Es imposible que lo seamos. De hecho, ningún país lo es. En un mundo globalizado como en el que vivimos, cualquier cambio en el entorno es rápidamente transmitido a otras economías. Los movimientos en los mercados financieros, que mencioné hace unos momentos, son la prueba de esto.

Pretender aislarse del resto del mundo sería un esfuerzo no solo en vano, sino además dañino en el largo plazo. Lo importante es que en estas ocasiones tengamos la capacidad de protegernos de los eventos negativos y, en caso de ser necesario, aplicar las medidas que permitan reducir sus efectos en nuestro país. Ya lo hicimos cuando se desató la crisis de *Lehman Brothers* en 2008. No pudimos evitar que la recesión global afectara a nuestra economía, pero sí pudimos darle sustento a una recuperación rápida y sostenible de la economía desde mediados de 2009.

En todo caso, la situación macroeconómica interna es algo distinta de lo que observamos hace cuatro años. Hoy, la inflación está en 3 por ciento, el PIB crece en torno a su tendencia y la TPM está dentro de rangos neutrales. Esto da espacio para responder con la política monetaria en caso de ser necesario, sin perjuicio de que la oportunidad y magnitud de los ajustes deberá ser evaluada con especial prudencia y a la luz de los efectos concretos de la situación externa en nuestra economía. Nuestro sistema financiero, en tanto, ha exhibido solidez y resiliencia frente a cambios bruscos en la economía internacional. El Consejo tiene la firme determinación de adoptar las medidas que permitan mitigar los efectos adversos de un peor escenario externo, pero también debe cuidar que los riesgos inflacionarios de mediano plazo no terminen provocando un incremento indeseado de la inflación.

En el escenario base que hoy consideramos más probable, la economía mundial se mantendrá débil y nos aportará menos impulso del que preveíamos hace unos meses. Aunque la economía chilena se verá afectada, seguirá mostrando un desempeño favorable. La inflación se mantendrá en torno a 3 por ciento. Pero los riesgos externos en torno a ese escenario base son significativos. Permítanme detallarles este escenario y los riesgos que identificamos en nuestros *Informes de Política Monetaria y Estabilidad Financiera*.

### **Escenario macroeconómico**

Como lo mencioné hace unos momentos, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor que el previsto en marzo. Al frágil desempeño del mundo desarrollado, que ya se observa desde hace varios trimestres, se está sumando una incipiente debilidad del mundo emergente, lo que ha exacerbado los riesgos que enfrentamos desde el exterior.

Quiero partir por detallar lo que sucede en el mundo desarrollado. En la Eurozona, las nuevas tensiones financieras han profundizado las restricciones crediticias y los ajustes fiscales en curso tampoco colaborarán a impulsar el crecimiento en el corto plazo. La recesión prevista para este año en esa región será más marcada que lo considerado previamente.

El resto de las economías desarrolladas se expandirá a tasas bajas. En Estados Unidos la economía crecerá menos que lo previsto en marzo, aquejada por una lenta recuperación del mercado laboral, un sector inmobiliario que aún no se recupera de la crisis *subprime*, un proceso de desapalancamiento de los hogares que sigue su curso y escaso espacio adicional para aplicar políticas macroeconómicas que impulsen el crecimiento.

Pero, respecto de marzo, la mayor diferencia en lo que al panorama de crecimiento mundial se refiere es lo que ha ocurrido con el mundo emergente. A diferencia de 2011, se ha reducido el dinamismo en las principales economías emergentes. Algunos indicadores para China hacen prever que el descenso de su tasa de crecimiento irá algo más allá de lo considerado en marzo. Ello ha motivado la aplicación de políticas monetarias y fiscales más expansivas. Algo similar ocurre en India. El resto de Asia emergente está sintiendo los efectos del menor crecimiento de China, Estados Unidos y Europa en sus exportaciones y sector manufacturero. En América Latina, si bien hay mayor heterogeneidad, destaca el débil desempeño de Brasil en el primer trimestre. Otras economías, como México, Perú, Colombia y Chile siguen mostrando dinamismo, apoyadas por su demanda interna. Este panorama mundial de mayor debilidad y las menores presiones inflacionarias por la caída del precio del petróleo, ha motivado políticas monetarias más laxas en varias economías emergentes.

El escenario base prevé que los socios comerciales de Chile crecerán 3,6 y 3,9 por ciento en 2012 y 2013, respectivamente, algo por debajo de lo previsto para el bienio en el IPoM anterior. Ello también redundará en precios del petróleo y del cobre inferiores que los considerados en marzo. En suma, el escenario base contempla un menor impulso externo, por un crecimiento mundial más bajo y condiciones de financiamiento externo algo más restrictivas. Además, considera que seguirán repitiéndose episodios de tensión en los mercados financieros externos (tabla 2). Tal como se ha visto en los últimos meses, estos eventos pueden gatillarse por noticias negativas en el plano fiscal, el crecimiento económico y la solidez de la banca en la Eurozona.

Hay un contraste entre el debilitado panorama externo con el desempeño que la actividad y la demanda interna chilena han mostrado en los últimos trimestres. En el primer cuarto del año, el PIB creció 5,6 por ciento, lo que está por sobre lo previsto en el IPoM de marzo. En todo caso, trimestre a trimestre se expandió a una tasa similar a la de tendencia, por lo que el Consejo estima que las brechas de capacidad continúan ajustadas. Esta apreciación se apoya también en el hecho de que, si bien el mercado laboral continúa dando señales de estrechez, estas no se han intensificado: el empleo ha reducido su tasa de expansión, la tasa de desempleo se ha estabilizado en niveles bajos y el incremento anual de los salarios, aunque sigue elevado, ha tenido una moderación en lo más reciente. En el primer trimestre, la demanda interna creció algo menos que la actividad, pero el desempeño del consumo privado y la inversión permanece robusto.

La inflación ha evolucionado favorablemente en los últimos meses, siendo menor que lo previsto en marzo. Esto, más la disminución del precio del petróleo en los mercados externos, ha reducido los riesgos que se vislumbraban en ese entonces para su trayectoria de corto plazo. De todas formas, el componente servicios de la inflación sigue siendo el que más aporta a su incremento, con lo que los riesgos de mediano plazo continúan vigentes, debido al cierre de las brechas de capacidad y la estrechez del mercado laboral (gráfico 2). Las expectativas de inflación del mercado se han moderado en el corto plazo y permanecen en torno a 3 por ciento en el horizonte de proyección.

El escenario base prevé que este año el PIB crecerá entre 4 y 5 por ciento, rango igual al considerado en marzo. Si bien la economía creció por sobre lo previsto en el primer

trimestre, el deterioro del escenario externo hará que en el segundo semestre la actividad muestre una desaceleración mayor que la proyectada en marzo. En todo caso, el crecimiento del PIB no se alejará sustancialmente de su tendencia, que el Consejo estima en 5 por ciento.

Esta proyección también considera que el incremento anual del consumo privado continuará moderándose, en línea con los ingresos laborales, cuya tasa de expansión se ha reducido y condiciones crediticias que son menos expansivas que hace unos meses. Las tasas de interés de los créditos de consumo han aumentado recientemente, lo que ha coincidido con un descenso de las tasas de crecimiento anual de estas colocaciones. Además, la Encuesta de Condiciones Crediticias del primer trimestre dio muestra de una mayor restricción en la oferta de créditos de consumo por parte de algunas instituciones financieras. No así de lado de la demanda, que según esta encuesta, seguía aumentando.

En la inversión, la mayor persistencia del componente de construcción y obras —asociado en parte importante a proyectos mineros y energéticos en carpeta— apunta a que su dinamismo se sostendrá en los trimestres venideros. Con esto, medida en términos reales, alcanzará a 26,9 por ciento del PIB en 2012, luego de ubicarse en 26,2 por ciento del PIB en 2011.

El efecto del deterioro del escenario externo será visible, en primer término, en la evolución de las existencias. En el escenario base, se estima que en 2012 la variación de existencias como porcentaje del PIB será menor a la de 2011, reflejo del ajuste que las empresas harán en su manejo de inventarios producto de la incertidumbre asociada al escenario externo. El consumo y la inversión también se verán en parte afectados por el deterioro en el escenario global, pero sus principales determinantes serán los factores previamente mencionados. La suma de estos antecedentes hace estimar que en 2012 el crecimiento de la demanda interna será menor que en 2011, aunque aún aumentará por sobre el ritmo de expansión de la actividad.

En el escenario base, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un déficit de 3,1 por ciento del PIB este año, lo que es superior al de 2011, aunque algo inferior al proyectado en marzo. Pese al menor precio considerado para el cobre y la debilidad de la demanda externa, el ajuste previsto en la demanda interna más la caída en el precio del petróleo, llevan a este menor déficit (tabla 3).

El Consejo prevé que la inflación anual del IPC y de sus medidas subyacentes seguirá oscilando en torno a la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre de 2014 (gráfico 3). Esta trayectoria supone que los salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. Además, se utiliza como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real se ubicará en un nivel similar al actual. Ello, considerando que se estima que su valor actual está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Finalmente, el escenario base también utiliza como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable.

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, podrían modificar, 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 está sesgado a la baja y para la inflación está equilibrado.

El mayor riesgo se origina en el escenario externo, por la situación en la Eurozona. Esta es muy compleja y los acontecimientos de los últimos meses han reflatado la eventualidad de escenarios más extremos. En lo principal, la posibilidad de que los problemas económicos y financieros de la Eurozona se resuelvan de una manera costosa y desordenada, por ejemplo con una salida de Grecia de la unión monetaria. Aunque el tamaño de esa economía es menor dentro de la Eurozona, un desenlace de este tipo tendría consecuencias más severas para el resto del mundo si provoca un contagio hacia economías europeas de mayor tamaño. En España han seguido acrecentándose las dudas sobre su situación macroeconómica y financiera, lo que se ha reflejado en el continuo aumento de sus primas por riesgo. La falta de claridad de cómo operará el plan de ayuda anunciado para la banca española, sus dificultades para cumplir con las metas fiscales ante el alicaído panorama de crecimiento y el impacto sobre sus niveles de deuda soberana siguen siendo materia de preocupación. Del mismo modo, se han incrementado las aprensiones sobre otros países de la región, como Italia, por su alto nivel de endeudamiento público y bajo crecimiento. El acoplamiento que han mostrado las primas por riesgo de España, Italia y Francia pone de manifiesto este riesgo. También es posible que las tensiones actuales se reviertan, por ejemplo, ante nuevas medidas de apoyo por parte de las autoridades económicas de la zona, que otorguen más tiempo para seguir avanzando en las medidas estructurales necesarias. El resultado de las elecciones realizadas ayer en Grecia en que resultó vencedora la opción política cuyo programa es más coherente con la mantención de este país en el euro, mitiga en algo la posibilidad de que un posible default de Grecia derive en una situación crítica para el resto de la Eurozona. No obstante, aún es temprano para sacar conclusiones de qué sucederá. Pero sin duda que los próximos días nos traerán novedades importantes y debemos estar atentos a sus efectos en nuestra economía. Además, tendremos nuevos eventos que aportarán información. Deben darse mayores detalles acerca del plan de capitalización de la banca española y la reunión de la comunidad europea a fines de mes puede dar luces sobre nuevas medidas de apoyo.

Otros riesgos tienen relación con el panorama de crecimiento mundial más allá de la Eurozona. En Estados Unidos persisten las dudas sobre la forma en que se dará la transición hacia una trayectoria de deuda pública sostenible a mediano y largo plazo. Especial atención merece la posibilidad de que las dificultades políticas para lograr acuerdos en materia fiscal desencadenen los ajustes automáticos previstos hacia 2013, lo que tendría efectos negativos sobre el crecimiento de esa economía. En el mundo emergente, no se puede descartar que la desaceleración de China sea más profunda y/o prolongada que la considerada en el escenario base, lo que mermaría el crecimiento de otras economías por su peso en el comercio mundial y tendría efectos relevantes en los precios de las materias primas.

En lo interno, como se mencionó, los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen vigentes. La tasa de crecimiento de la actividad y la demanda interna ha disminuido, pero a

una velocidad más lenta que la esperada. Aunque el Consejo estima que las brechas de capacidad no han seguido aumentando, de retomarse una trayectoria más dinámica de la actividad, estas pueden sufrir presiones que lleven a un incremento de la inflación y requieran de respuestas de política monetaria.

En los últimos dos años el crecimiento de la demanda interna por sobre el PIB ha provocado una ampliación del déficit de cuenta corriente. La tasa de ahorro de los hogares está en niveles bajos respecto de años anteriores, mientras que la de las empresas ha decrecido en el último año, a lo que se suman niveles de inversión históricamente elevados. Si la demanda interna incrementa su dinamismo, podría provocar un aumento del déficit en cuenta corriente. Ello resultaría riesgoso en un escenario de debilidad de la economía mundial.

Como lo destaca el *Informe de Estabilidad Financiera*, la situación de solvencia y liquidez agregada de la economía chilena se mantiene estable. Esto es relevante considerando que el acceso de la banca y empresas al financiamiento externo podría dificultarse ante un nuevo deterioro del entorno financiero global. En todo caso, y a pesar del impacto de la volatilidad externa en el precio de ciertos activos, los mercados financieros han funcionado normalmente. En este contexto, quisiera enfatizar la importancia de seguir avanzando en iniciativas que fortalezcan el marco regulatorio y de supervisión, como es el caso de la propuesta de reforma para las compañías de seguros en discusión actualmente en el Congreso.

Los índices de solvencia y liquidez promedio de la banca se han mantenido estables en el último semestre. En un contexto de rentabilidades favorables, el capital básico se ha mantenido en torno a 10 por ciento y el capital regulatorio —medido en relación con los activos ponderados por riesgo— en torno a 14 por ciento. Por otra parte, desde el último *Informe de Estabilidad Financiera* la banca ha aumentado sus emisiones de deuda de largo plazo, y algunos bancos medianos han seguido estrategias para aumentar la captación de depósitos minoristas. Otro desarrollo favorable es la mayor diversificación de la banca en cuanto a los tipos de financiamiento con el exterior. También cabe destacar la acumulación de activos líquidos en moneda extranjera. Por su parte, los ejercicios de tensión presentados en el *Informe de Estabilidad Financiera* muestran que los niveles actuales de capitalización de la banca le permitirían absorber un episodio caracterizado por una desaceleración de la economía, un aumento del costo del financiamiento en moneda local y una depreciación del tipo de cambio, congruente con la materialización de un escenario de riesgo externo.

En lo que concierne al endeudamiento de los hogares, cabe destacar que, en el agregado, en los últimos años la deuda de los hogares ha aumentado en línea con su ingreso disponible. Esto se ha traducido en indicadores agregados de endeudamiento relativamente estables, ya sea que se compare el nivel de deuda o la carga financiera con el ingreso disponible o con la masa salarial. Algo similar ocurre con el endeudamiento de las empresas, que ha crecido en línea con la actividad económica, sin que se observen deterioros generalizados de sus indicadores financieros.

Así, nuestra visión es que en el sistema financiero chileno no se ha observado un aumento apreciable de las vulnerabilidades sistémicas.

No obstante, el *Informe de Estabilidad Financiera* también identifica algunos elementos que podrían configurar fuentes de riesgo y que requieren ser seguidos con atención. El sector construcción e inmobiliario ha exhibido un importante dinamismo en el último tiempo. La evolución de la actividad en el rubro inmobiliario ha tenido como contrapartida un mayor dinamismo de las ventas, tanto en el rubro residencial como comercial. Si bien la tasa de vacancia en el sector comercial se ha mantenido en niveles bajos, la importante expansión esperada de la oferta y la inercia de la misma, en especial en oficinas de mayor calidad, es un factor que debe ser seguido con atención dados los escenarios de riesgos a la baja para la actividad. Los nuevos proyectos debiesen considerar este elemento en su evaluación.

En el mismo ámbito, los precios agregados del sector residencial han evolucionado en línea con el nivel de tasas de interés e ingreso de la economía. No obstante, en algunas comunas de mayores precios relativos persisten alzas de precios superiores a las observadas históricamente. Estos aumentos podrían explicarse por limitaciones en la disponibilidad de terrenos. Es importante tener presente que, de materializarse escenarios de riesgo negativos, ello podría conducir a una interrupción de las tendencias observadas en el valor de las viviendas. Las potenciales implicancias de este punto son eventuales ajustes en los precios que incidan en la rentabilidad de los proyectos ejecutados y, además, en el valor de las hipotecas que respaldan a los préstamos para la vivienda.

A nivel de deuda de hogares hay dos factores que ameritan un seguimiento cuidadoso. El primero es el nivel de crecimiento de la deuda de los hogares. Esto, porque aumentando a tasas similares a las actuales, existe la posibilidad de que el endeudamiento y la carga financiera de los hogares crezcan de manera significativa si se materializan escenarios de riesgo negativos. En este contexto, se hace particularmente relevante la existencia de una base de datos de deuda consolidada, que permita una adecuada gestión de riesgos por parte de los oferentes, y potencie la capacidad de monitoreo de los supervisores.

El segundo factor es la evolución de los indicadores de riesgo de crédito. Aunque de modo acotado, desde mediados de 2011 ha aumentado el índice de cartera vencida de consumo bancaria y la morosidad de las casas comerciales (gráfico 4). Este elemento, unido al sostenido crecimiento del financiamiento automotriz y al de tarjetas de crédito, constituye un elemento que también debiera ser considerado en la evolución del riesgo de crédito de los hogares.

A nivel de los bancos, en aquellos de tamaño mediano, la banca *retail* y la de inversión persiste una alta dependencia de fuentes de financiamiento mayoristas. Por otra parte, y a pesar del menor peso relativo de la banca exterior en la deuda externa de los bancos locales, el menor crédito desde bancos establecidos en países de la periferia de la Eurozona ha llevado a una mayor concentración en las contrapartes de financiamiento bancario del exterior.

La complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria y un cuidadoso manejo de los riesgos, haciendo necesario estar preparados para enfrentar cambios significativos en el escenario macroeconómico. La situación de la economía

internacional es preocupante y un deterioro de esta podría tener efectos relevantes sobre Chile. Internamente, persisten algunos riesgos en materia de inflación y es labor del Banco Central vigilar esta situación. 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 sus acciones de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política y se asegure la estabilidad del sistema financiero.

Quisiera hacer unas *reflexiones* finales.

### ***Reflexiones finales***

Como ya ha sucedido recurrentemente en los últimos años, la presentación de estos Informes coincide con un período en que las tensiones financieras globales han aumentado y nos imponen retos significativos.

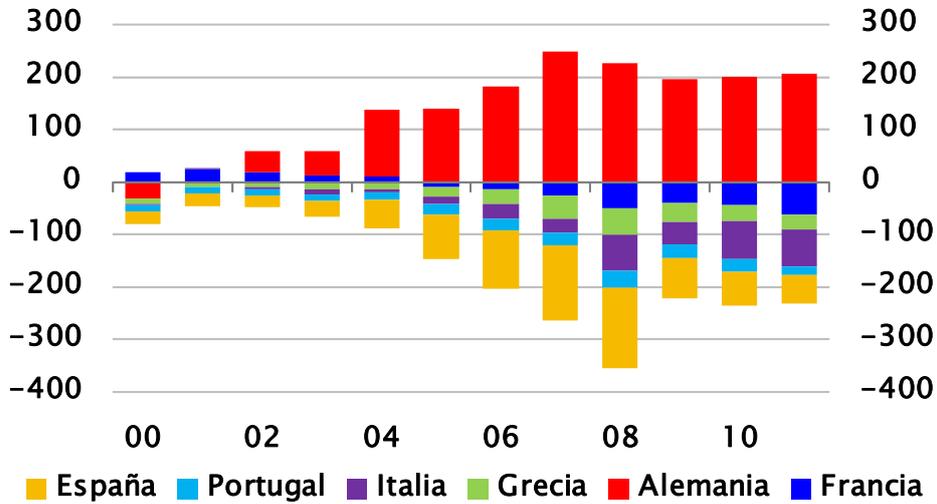
Los riesgos inflacionarios de corto plazo que identificábamos en marzo han amainado, aunque en el mediano plazo siguen vigentes. Sin embargo, en lo inmediato nuestro gran desafío es enfrentar de la mejor forma los posibles efectos que la crisis externa pueda tener en nuestro país. El Consejo del Banco tiene la disposición de tomar las medidas que sean necesarias si llegan a concretarse escenarios más adversos. Los acontecimientos externos están siendo monitoreados con atención. Por ahora, sin embargo, creemos que los eventos extremos son parte de los riesgos posibles y no de lo que estimamos más probable, aunque su posibilidad de ocurrencia ha aumentado. En nuestras proyecciones usamos como supuesto de trabajo que, en el corto plazo, la TPM se mantendrá estable. Escenarios distintos, ciertamente llevarán a decisiones distintas. Como indiqué, el Consejo —presente en esta sesión— sigue atentamente los cambios en el escenario macroeconómico y actuará con prontitud en la medida que estos cambios justifiquen una orientación distinta de la política monetaria o la utilización de otro instrumental disponible. Hay espacio y disposición para hacerlo.

Permítanme hacer una reflexión respecto de lo que he podido percibir en las reuniones que he tenido en los últimos meses con autoridades monetarias de los distintos países de mundo. Los presidentes de los bancos centrales de las economías desarrolladas más los de algunas economías emergentes, nos reunimos cada dos meses en Basilea para intercambiar puntos de vista sobre la situación económica y financiera global. Hay dos cosas que me han llamado la atención en las tres reuniones a las que he asistido desde que soy Presidente del Instituto Emisor chileno. Por una parte, lo serio y grave de la situación de algunas economías desarrolladas. Por estar lejos de los principales centros financieros del mundo, en Chile muchas veces no vemos en toda su dimensión los difíciles momentos por los que pasan economías relevantes para la nuestra. Estas instancias nos permiten ver de cerca y de primera fuente estas situaciones y aquilatarlas en todo el peso que tienen. Por otra parte, me ha llamado la atención el alto prestigio del que goza nuestra economía en esos mismos círculos. Se la diferencia claramente de otras economías, por su solidez, por su manejo macroeconómico y por el funcionamiento de sus instituciones. Por cierto, esto es una fuente de tranquilidad por cuanto nos otorga mayores y mejores herramientas para enfrentar un eventual deterioro del escenario externo.

Nuestra responsabilidad es doble. Por un lado mantener una inflación baja y estable, que contribuya a un crecimiento sostenible. Por otro, contribuir desde el ámbito de nuestras atribuciones a identificar y abordar los riesgos que puedan afectar el normal funcionamiento del sistema financiero. Esto, por supuesto, promueve un ambiente que facilita el crecimiento económico y el bienestar de la población. Este es el principal aporte que nuestra institución puede realizar al desarrollo de nuestro país y el Consejo del Banco Central de Chile está firmemente comprometido en el propósito de cumplir con este rol.

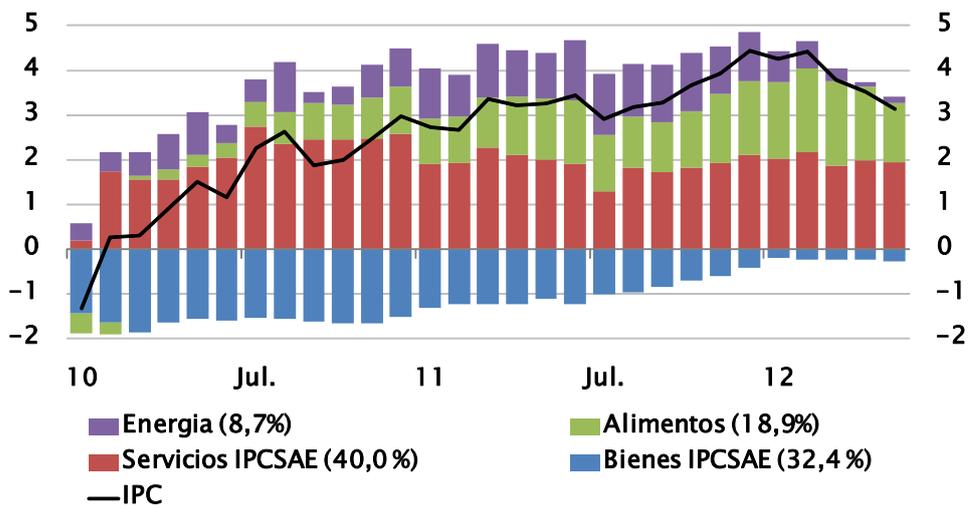
Muchas gracias.

Gráfico 1  
Saldo en cuenta corriente  
(miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

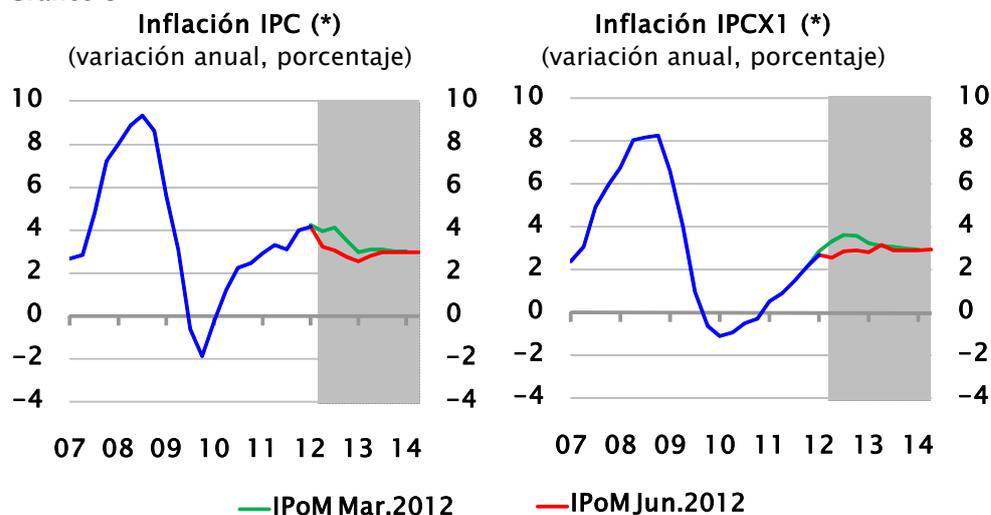
Gráfico 2  
Incidencias en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Entre paréntesis participación en la canasta del IPC 2009.

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

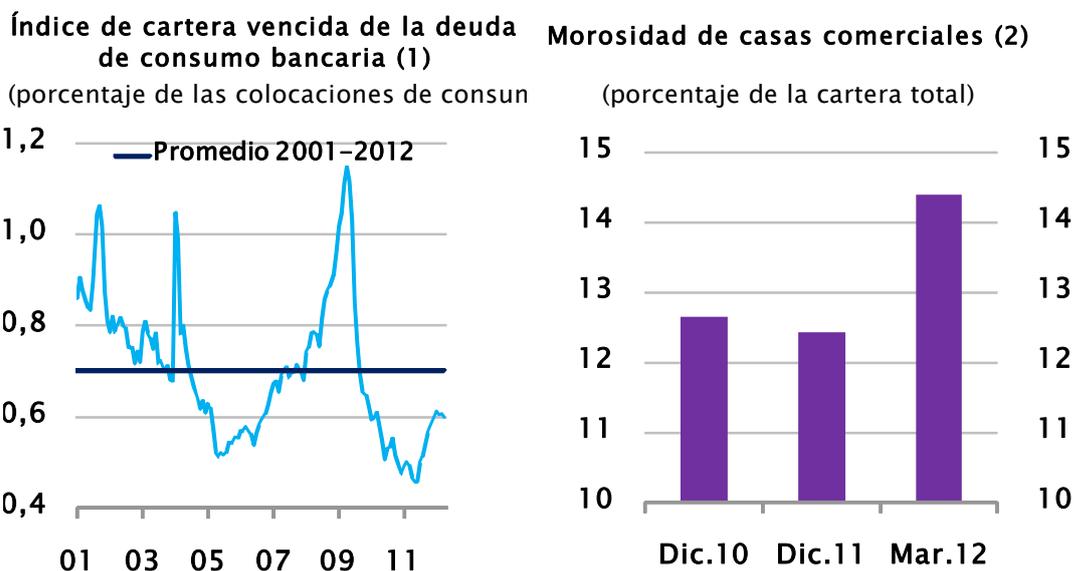
Gráfico 3



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

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

Gráfico 4



(1) La línea indica el promedio del índice efectivo entre el 2001 y 2012. (2) Considera mora mayor a 30 días, considerando un promedio simple de las seis empresas más grandes del comercio.

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

Tabla 1  
**Crecimiento PIB trimestre a trimestre anualizado**  
 (porcentaje)

	III.2011	IV.2011	I.2012
España	0,2	-1,2	-1,3
Italia	-0,8	-2,6	-3,2
Portugal	-2,5	-5,0	-0,4
Grecia (a/a)	-5,0	-7,5	-6,5
Alemania	2,3	-0,7	2,1
Francia	1,2	0,3	0,2
Eurozona	0,5	-1,3	0,0
Reino Unido	2,4	-1,2	-1,2
Estados Unidos	1,8	3,0	1,9
Japón	7,8	0,1	4,7
China (a/a)	9,1	8,9	8,1
India (a/a)	6,7	6,1	5,3
Rusia (a/a)	5,0	4,8	4,9
Brasil	-0,6	0,6	0,8
Perú (a/a)	6,7	5,5	6,0
Colombia	6,2	5,3	--
México	4,8	2,9	5,3
Chile	1,3	8,2	5,7

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla 2  
**Supuestos del escenario base internacional**

	2010	2011 (e)	2012 (f)			2013 (f)		
			IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Jun. 12
Crecimiento			(variación anual, porcentaje)					
Socios comerciales	6,2	4,1	3,8	3,8	3,6	4,2	4,2	3,9
Mundo a PPC	5,3	3,8	3,5	3,3	3,2	4,1	3,9	3,6
Estados Unidos	3,0	1,7	1,8	2,1	2,0	2,2	2,3	2,0
Eurozona	1,9	1,5	-0,1	-0,3	-0,6	1,0	1,0	0,3
Japón	4,4	-0,7	2,0	2,0	2,7	1,6	1,6	1,3
China	10,4	9,2	8,2	8,1	7,9	8,5	8,5	8,2
India	10,6	6,7	7,7	7,3	6,5	8,0	7,9	7,2
Resto de Asia (excl. Japón, China e India)	7,8	4,2	4,4	4,3	3,9	4,8	4,8	4,6
América Latina (excl. Chile)	6,4	4,4	3,6	3,6	3,3	4,0	4,0	3,7
			(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	342	400	350	370	355	340	360	340
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	80	111	107	121	107	102	115	97
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio (*)	19,4	0,5	-6,7	-5,3	-6,9	-3,5	-0,1	-1,5

(e) Estimación. (f) Proyección.

(\*) La proyección de diciembre fue realizada con las cuentas nacionales con año base 2003 y las cifras de 2010 y 2011 y la proyección de marzo y junio con las cuentas nacionales con año base 2008 considerando los índices encadenados.

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.

Tabla 3  
**Crecimiento económico y cuenta corriente (\*)**  
 (variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

(\*) La proyección de diciembre fue realizada con las cuentas nacionales con año base 2003 y la proyección de marzo y junio con las cuentas nacionales con año base 2008 considerando los índices encadenados.

Fuente: Banco Central de Chile.