



El manejo de la política monetaria en tiempos turbulentos

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile



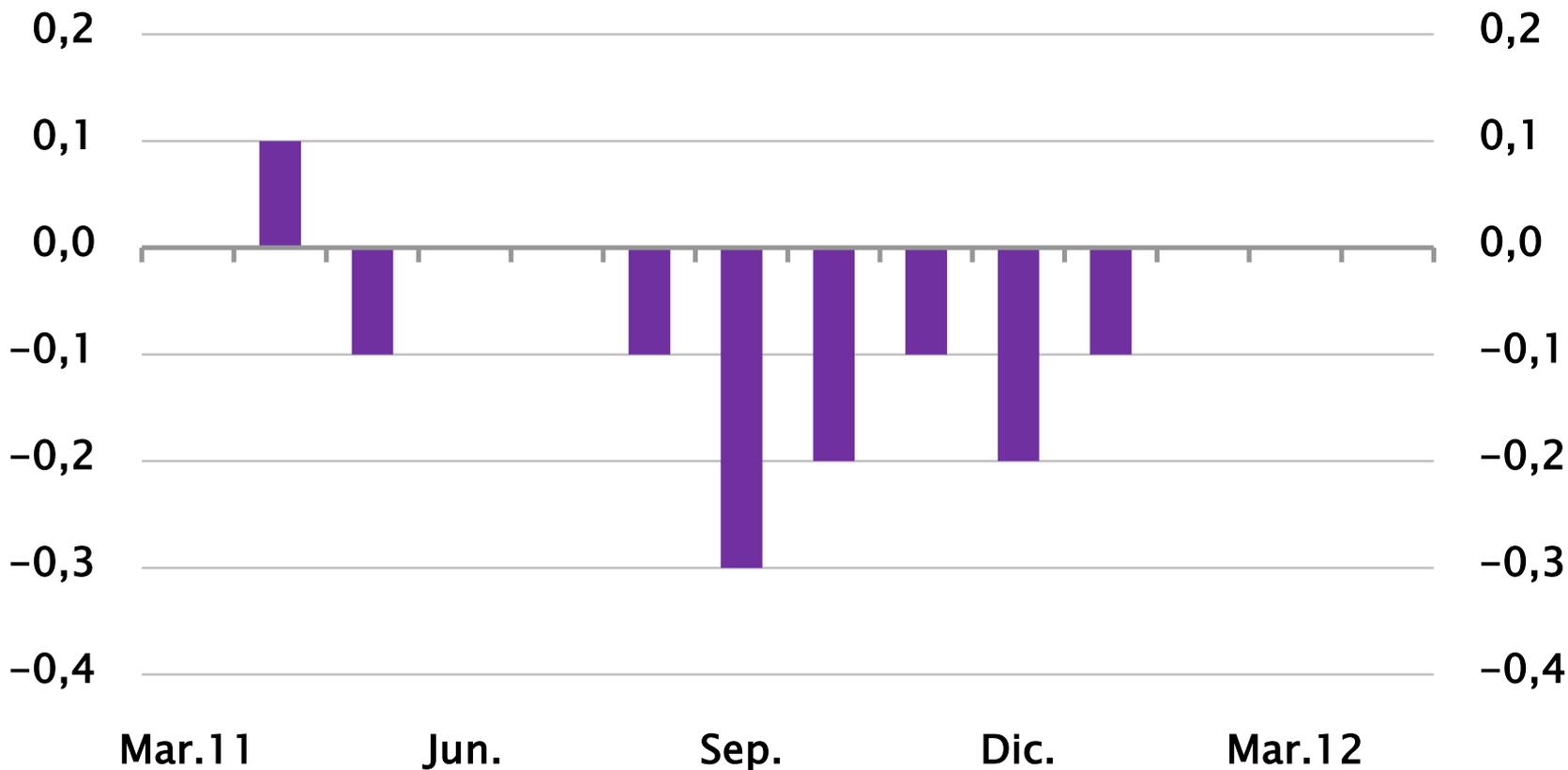
El escenario macroeconómico de los últimos meses se ha caracterizado por marcadas fluctuaciones en la confianza de los agentes y aún continua la incertidumbre.

- La incertidumbre económica y política asociada a la situación de la Eurozona, en conjunto con una volatilidad mayor que la habitual de los indicadores macroeconómicos locales y externos, ha generado sucesivas olas de optimismo y pesimismo.
- En Estados Unidos los datos han sido mejores, pero quedan temas pendientes en el mercado laboral, en el mercado de vivienda y respecto de la situación fiscal (“Fiscal Cliff”).
- En Chile, mientras en el segundo semestre del año pasado existía la percepción de mercado de que la economía interna podía verse seriamente afectada por la situación externa, hoy pareciera ser que esta se ha movido en la dirección opuesta.
- La TPM se ha mantenido en niveles neutrales, resaltando los riesgos presentes, pero actuando con prudencia.



En el segundo semestre del año pasado las perspectivas para el crecimiento mundial sufrieron un constante deterioro, en la medida que la percepción respecto de la situación de la Eurozona empeoraba. Hoy, esto se ha detenido.

Cambio en las proyecciones de crecimiento mundial para 2012 (*) (puntos porcentuales)

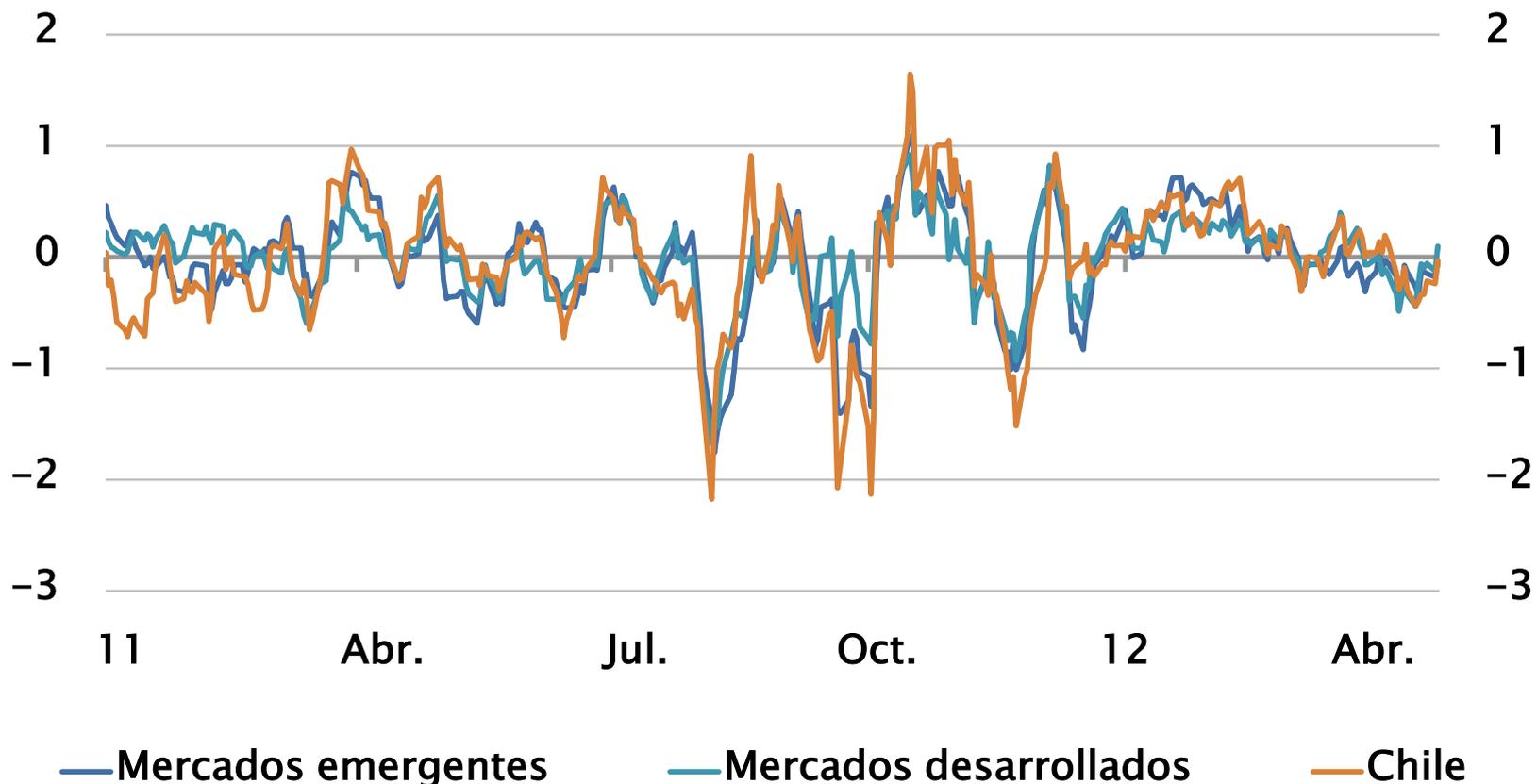


(*) Crecimiento mundial a tipo de cambio de mercado.
Fuente: Consensus Forecasts.



Los sucesivos cambios en los estados de ánimo de los agentes se constatan en los vaivenes de los precios de los activos. Por ejemplo, la bolsa ha tenido *rallies* al alza y a la baja en cortos períodos de tiempo.

Volatilidad de las bolsas (*)
(variación promedio móvil diez días)



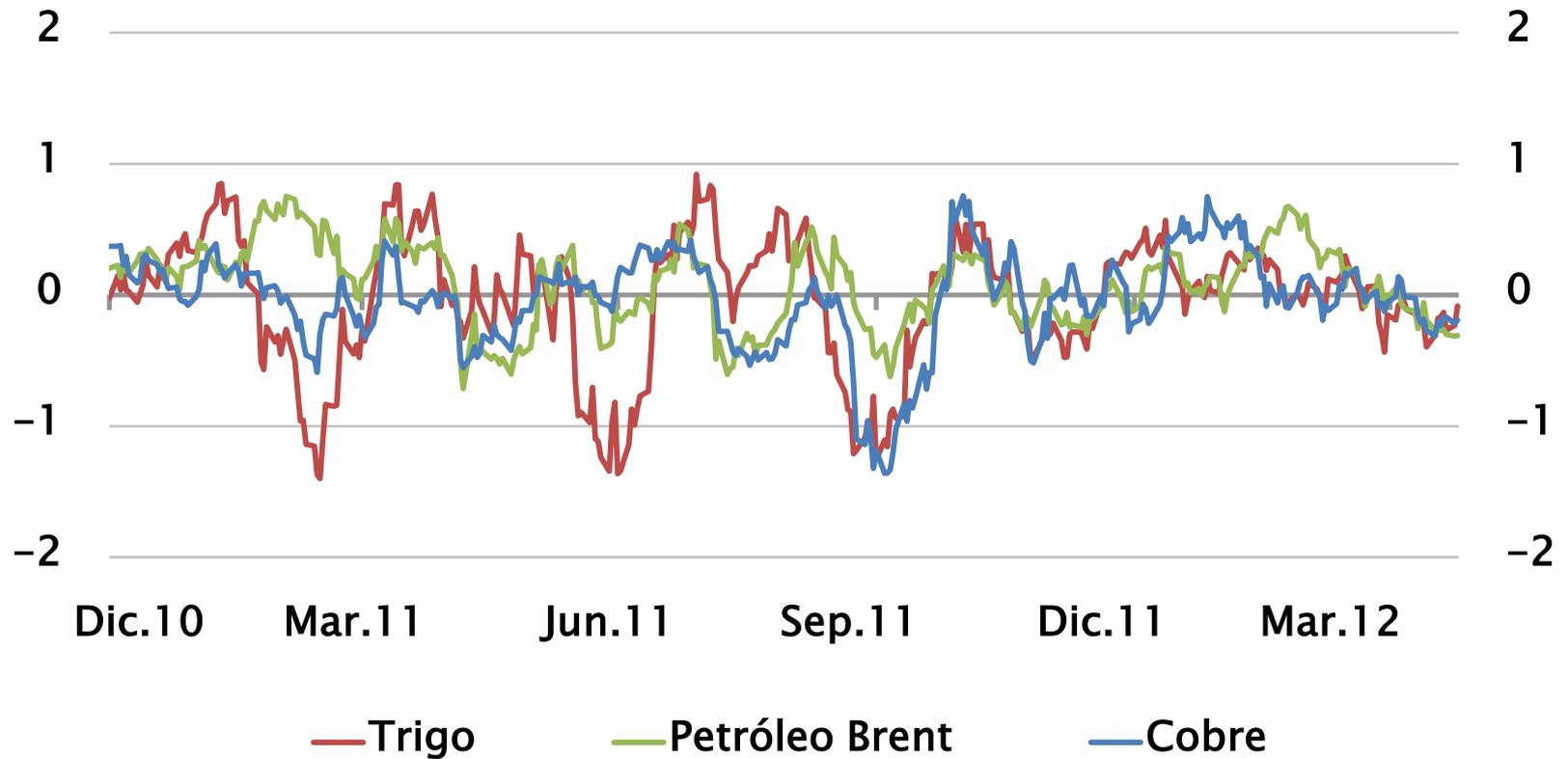
(*) Se considera el índice MSCI de cada región.

Fuente: Bloomberg.



Algo parecido ha ocurrido con los precios de la materias primas.

Volatilidad del precio de las materias primas (variación promedio móvil veinte días)

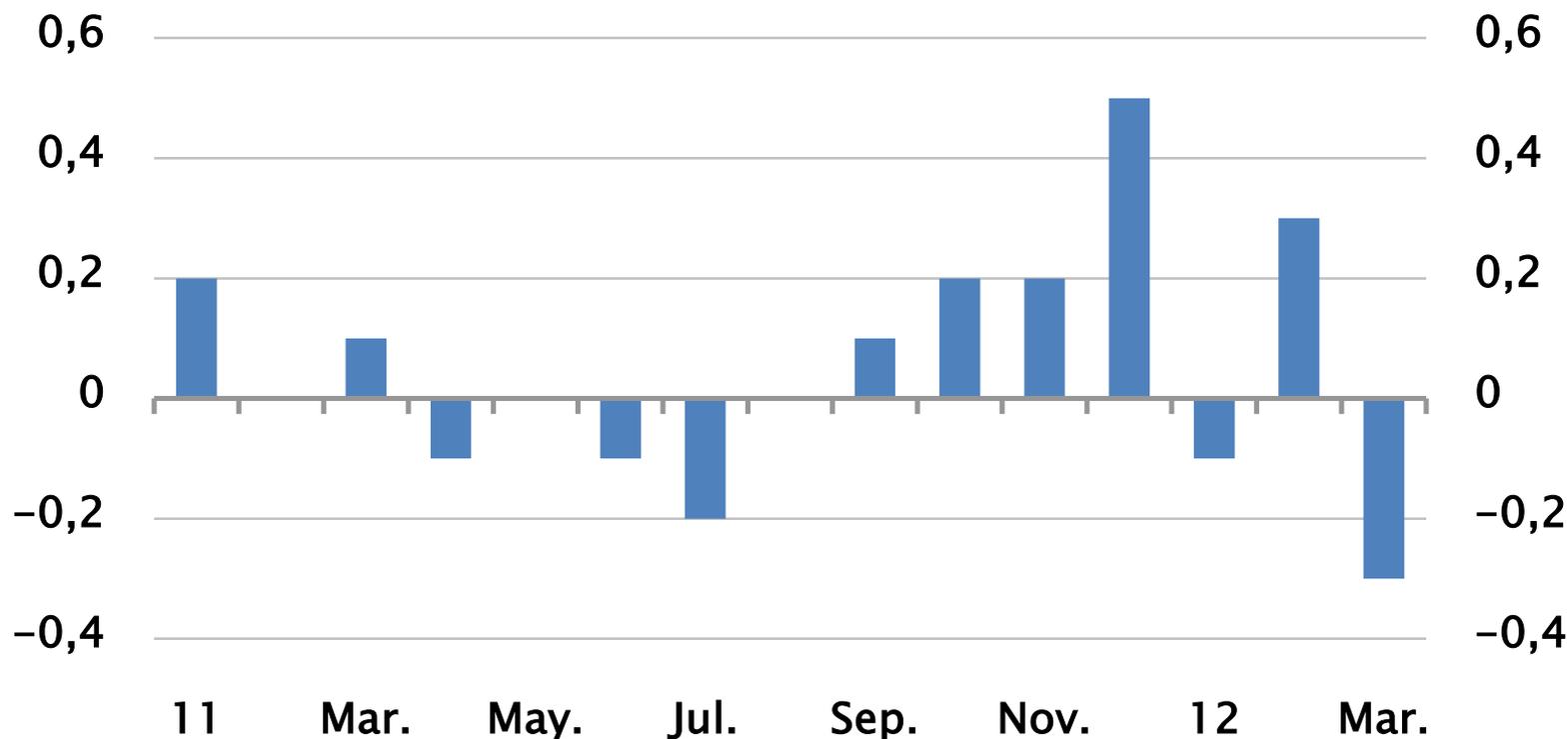


Fuente: Bloomberg.



Internamente, ha sucedido algo similar. Algunas variables, como la inflación, se han vuelto más difíciles de proyectar, y las expectativas de mercado han mostrado diferencias importantes con los datos efectivos en los últimos meses.

IPC mensual: Diferencia entre valor efectivo y esperado (*)
(puntos porcentuales)

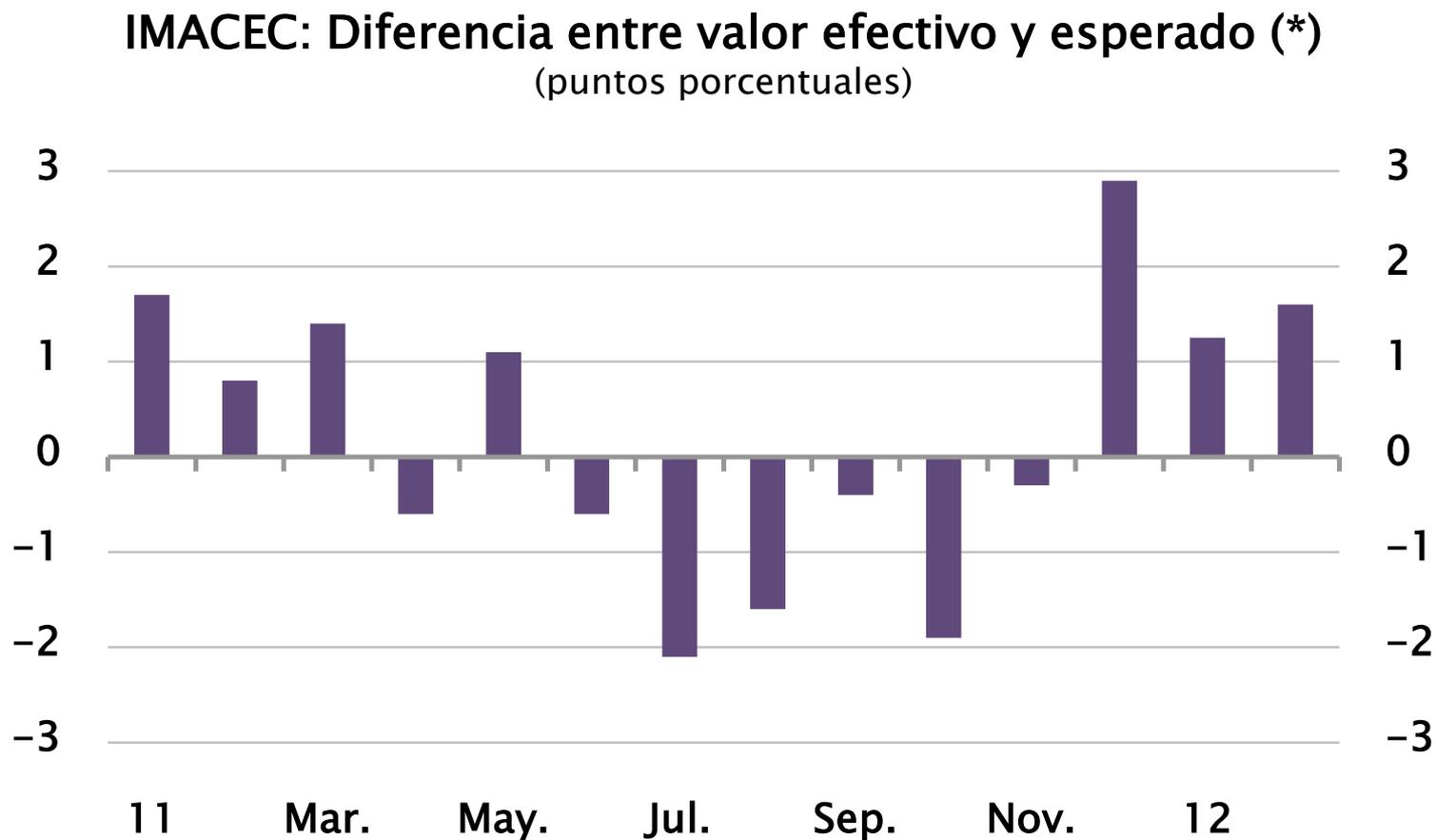


(*) Considerando la EEE inmediatamente anterior a la publicación de la inflación para cada mes.

Fuentes: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Lo mismo ocurre con la actividad, con un Imacec que ha mostrado diferencias entre el valor efectivo y esperado que han sido más altas en los últimos meses.



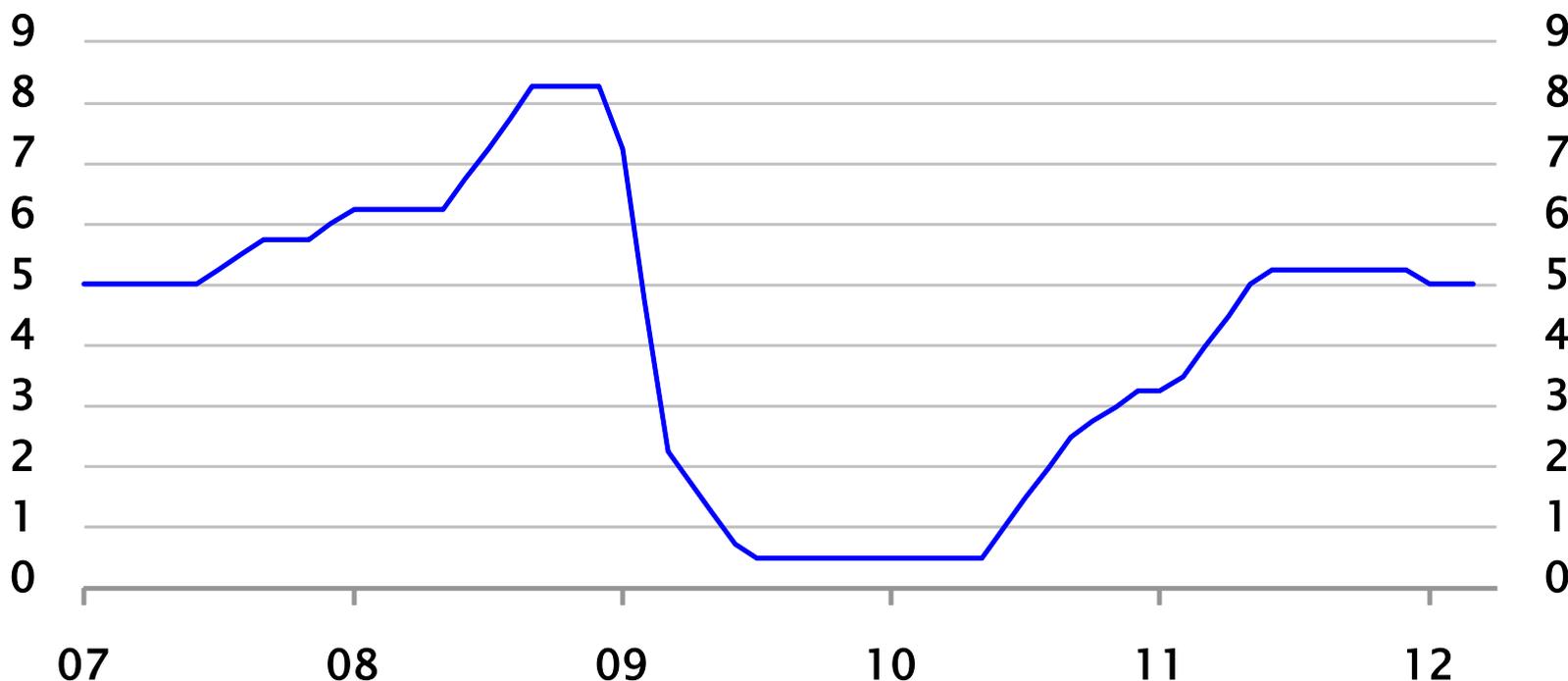
(*) Considerando la EEE inmediatamente anterior a la publicación del IMACEC para cada mes.

Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.



No ha sido lo mismo con la política monetaria. Pese a toda la volatilidad de los datos y las diferencias con las proyecciones, su conducción ha reaccionado con prudencia. De hecho, en gran parte del último tiempo el mercado ha anticipado correctamente los movimientos de la TPM.

Tasa de Política Monetaria (porcentaje)

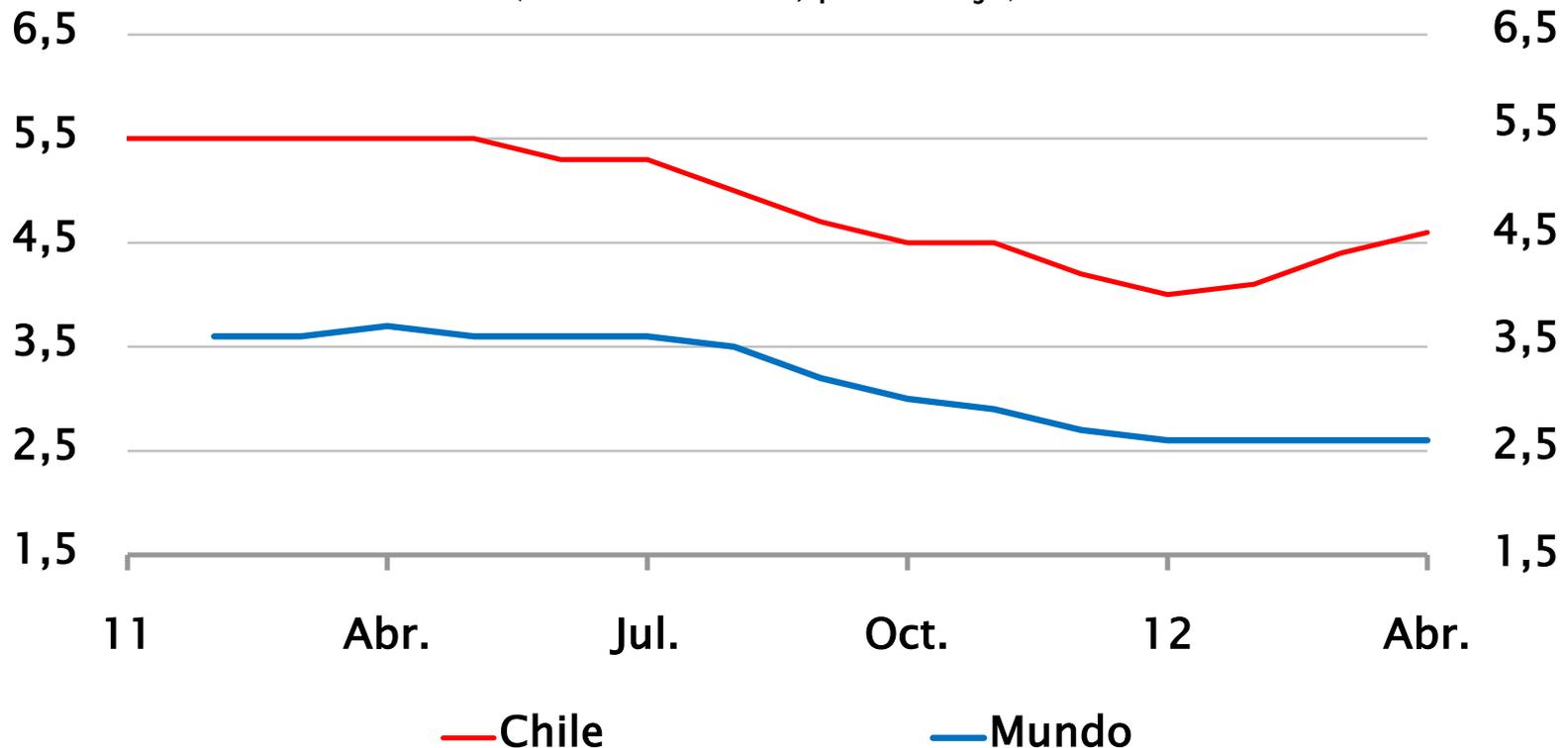


Fuente: Banco Central de Chile.



En todo caso, es innegable que tanto el panorama de crecimiento externo como interno es menos favorable que a mediados de 2011.

Proyección de crecimiento para 2012 (*) (variación anual, porcentaje)



(*) Para Chile considera la Encuesta de Expectativas Económicas y para el mundo a tipo de cambio de mercado la proyección de Consensus Forecasts. Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.



De hecho, las proyecciones de nuestro último IPoM muestran un crecimiento para 2012 que está por encima del previsto en diciembre, pero que igualmente es menor de lo que suponíamos en septiembre pasado.

Crecimiento económico y cuenta corriente (*)

(variación anual, porcentaje)

	2011 (f)			2012 (f)		
	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12
PIB	6,25-6,75	6,2	6,0	4,25-5,25	3,75-4,75	4,0-5,0
Demanda interna	9,1	9,5	9,4	4,5	3,7	5,3
Demanda interna (sin variación de existencias)	9,7	10,2	10,3	5,4	4,8	5,8
Formación bruta de capital fijo	14,4	16,9	17,6	7,1	5,8	8,9
Consumo total	8,2	8,1	7,9	4,9	4,5	4,8
Exportaciones de bienes y servicios	6,5	7,4	4,6	5,0	3,7	3,8
Importaciones de bienes y servicios	12,0	14,3	14,4	4,6	3,0	5,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,0	-1,5	-1,3	-2,1	-3,3	-3,4

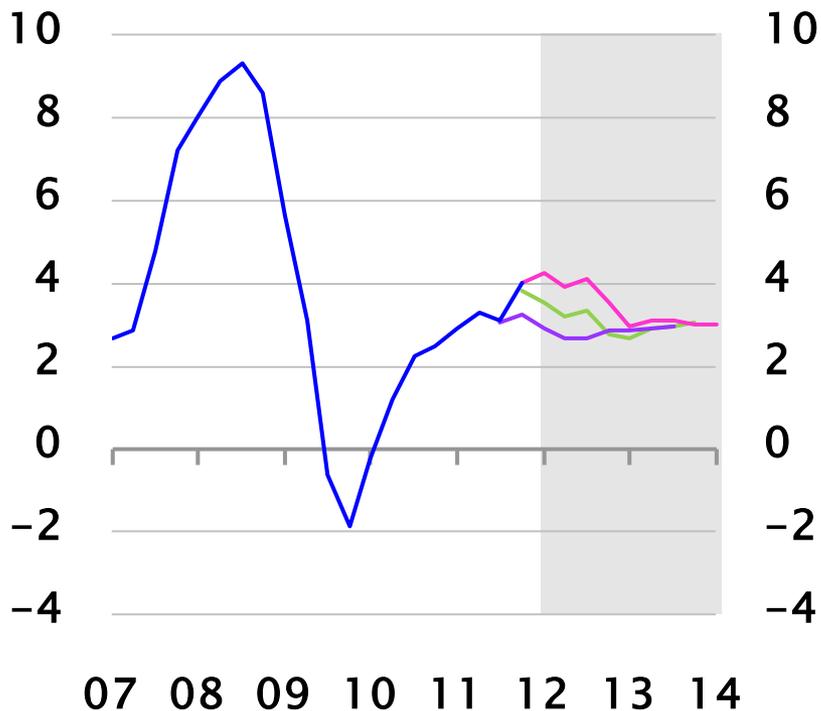
(f) Proyección. (*) Las proyecciones de septiembre y diciembre fueron realizadas con las cuentas nacionales con año base 2003 y la proyección de marzo con las cuentas nacionales con año base 2008 considerando los índices encadenados. Fuente: Banco Central de Chile.



No ocurre lo mismo con la inflación, que hoy suponemos será mayor a la prevista en la segunda mitad de 2011.

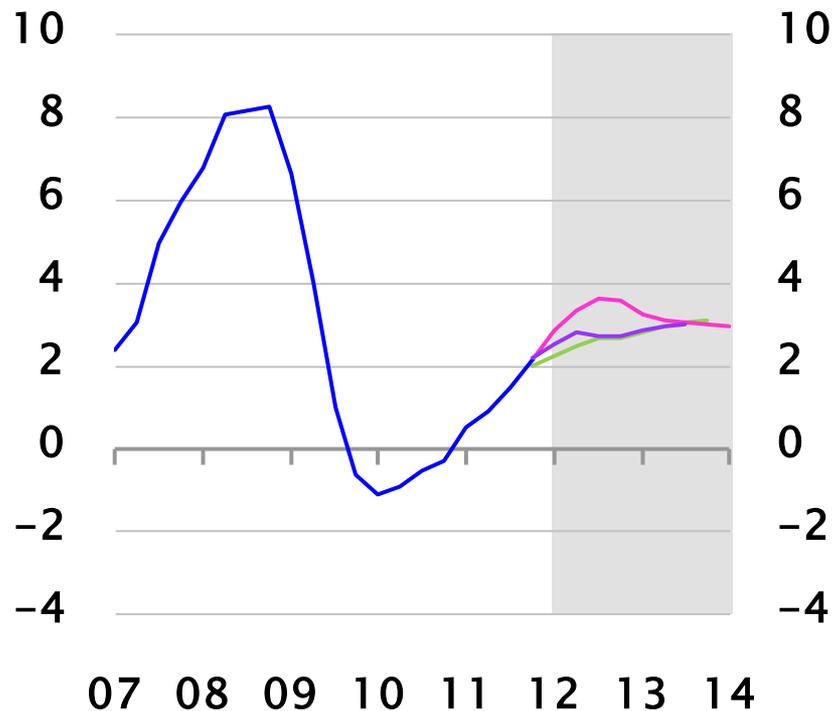
Inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCX1 (*)

(variación anual, porcentaje)



— IPoM Dic.2011

— IPoM Sep.2011

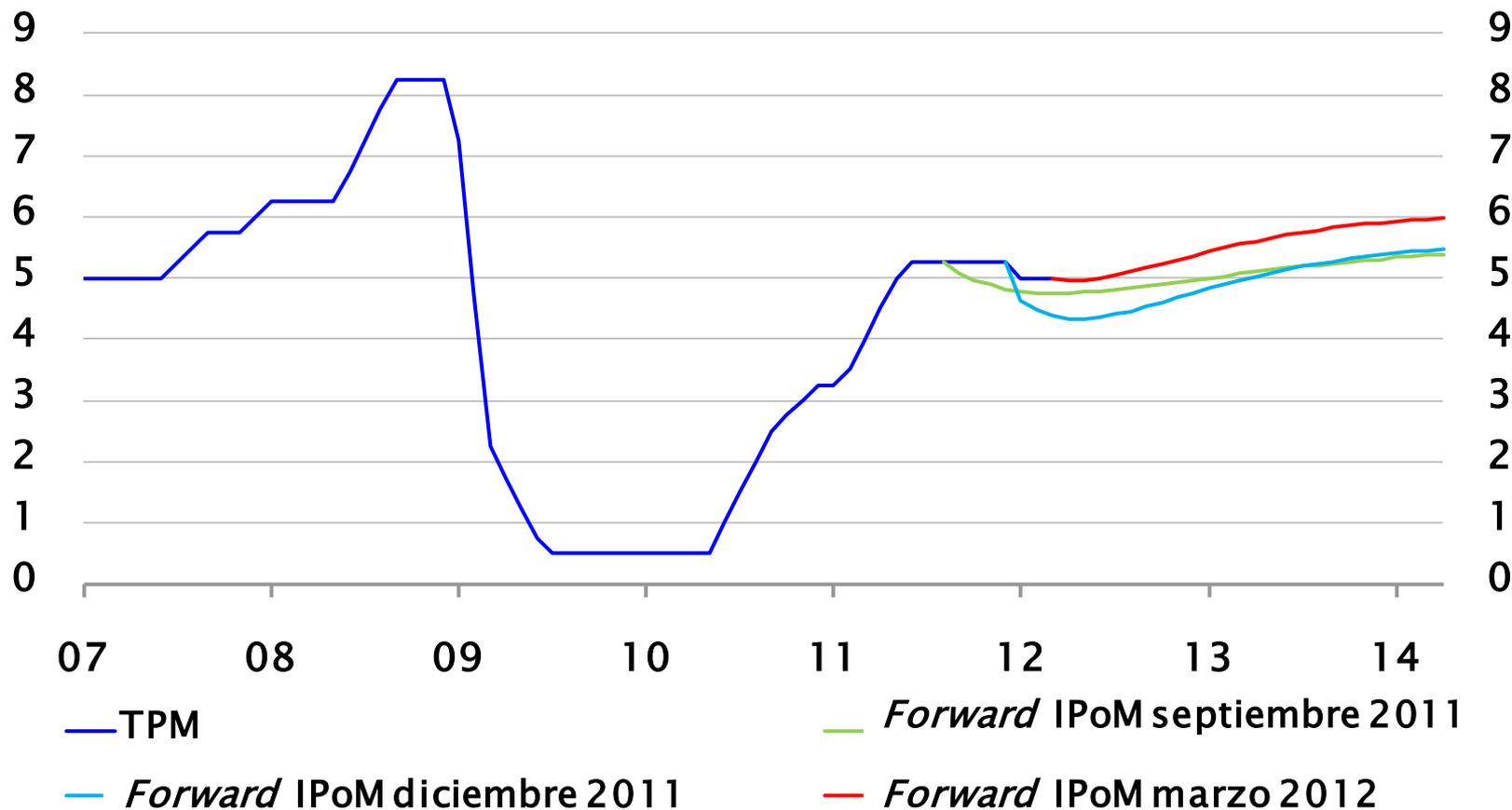
— IPoM Mar.2012

(*) El área gris, a partir del primer trimestre de 2012, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Como resumen de este escenario, en el IPoM utilizamos como supuesto de trabajo que la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política requería de un nivel de la TPM que a fines de año sería mayor al actual.

TPM y expectativas
(porcentaje)

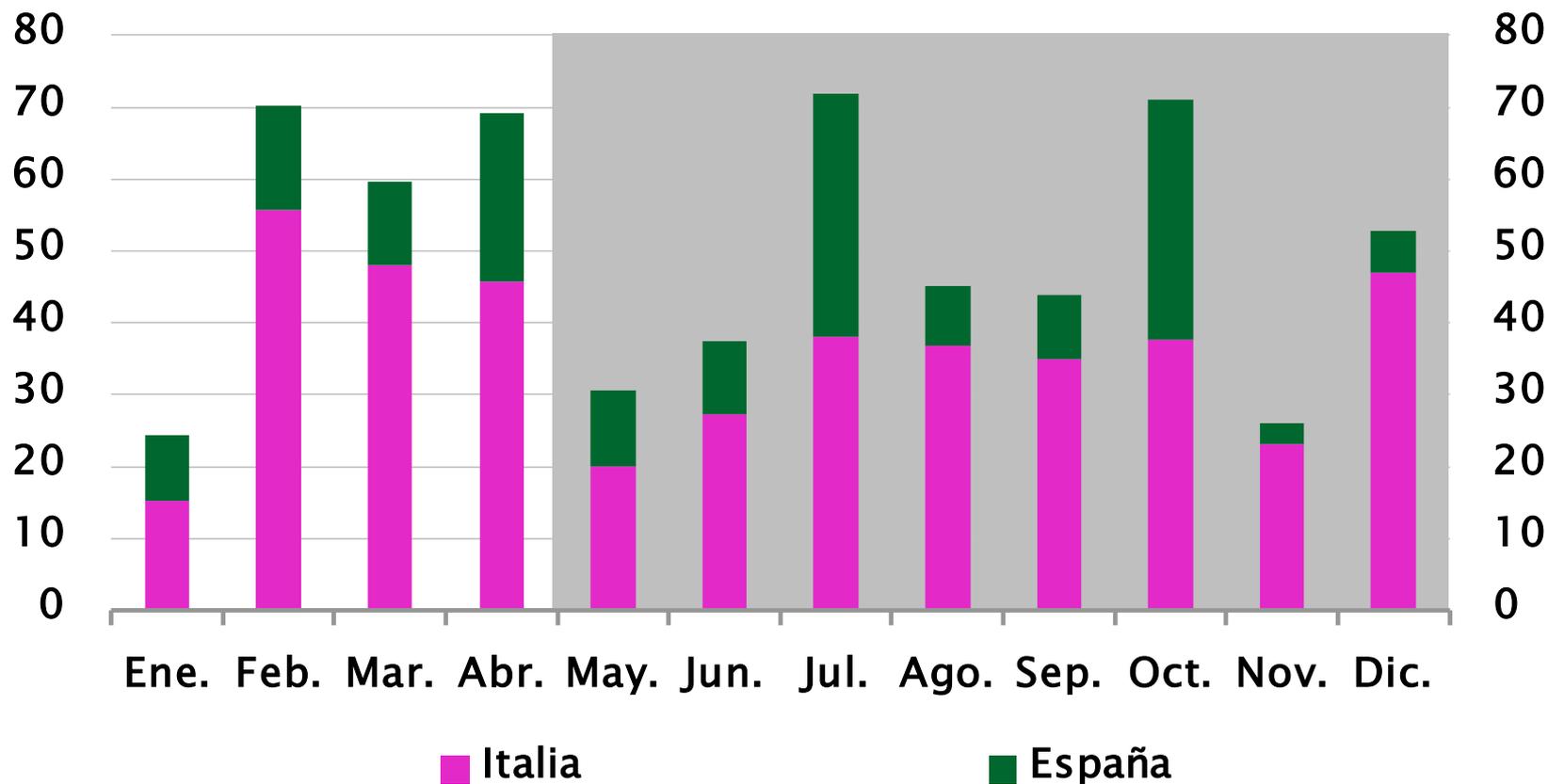




Hoy siguen persistiendo riesgos muy importantes. Las necesidades de financiamiento son significativas en algunas economías europeas y pueden originar nuevos episodios de estrés. La reciente dificultad de España para colocar deuda mostró que la confianza de los mercados aún es débil.

Necesidades de financiamiento en el 2012 (*)

(miles de millones de euros)



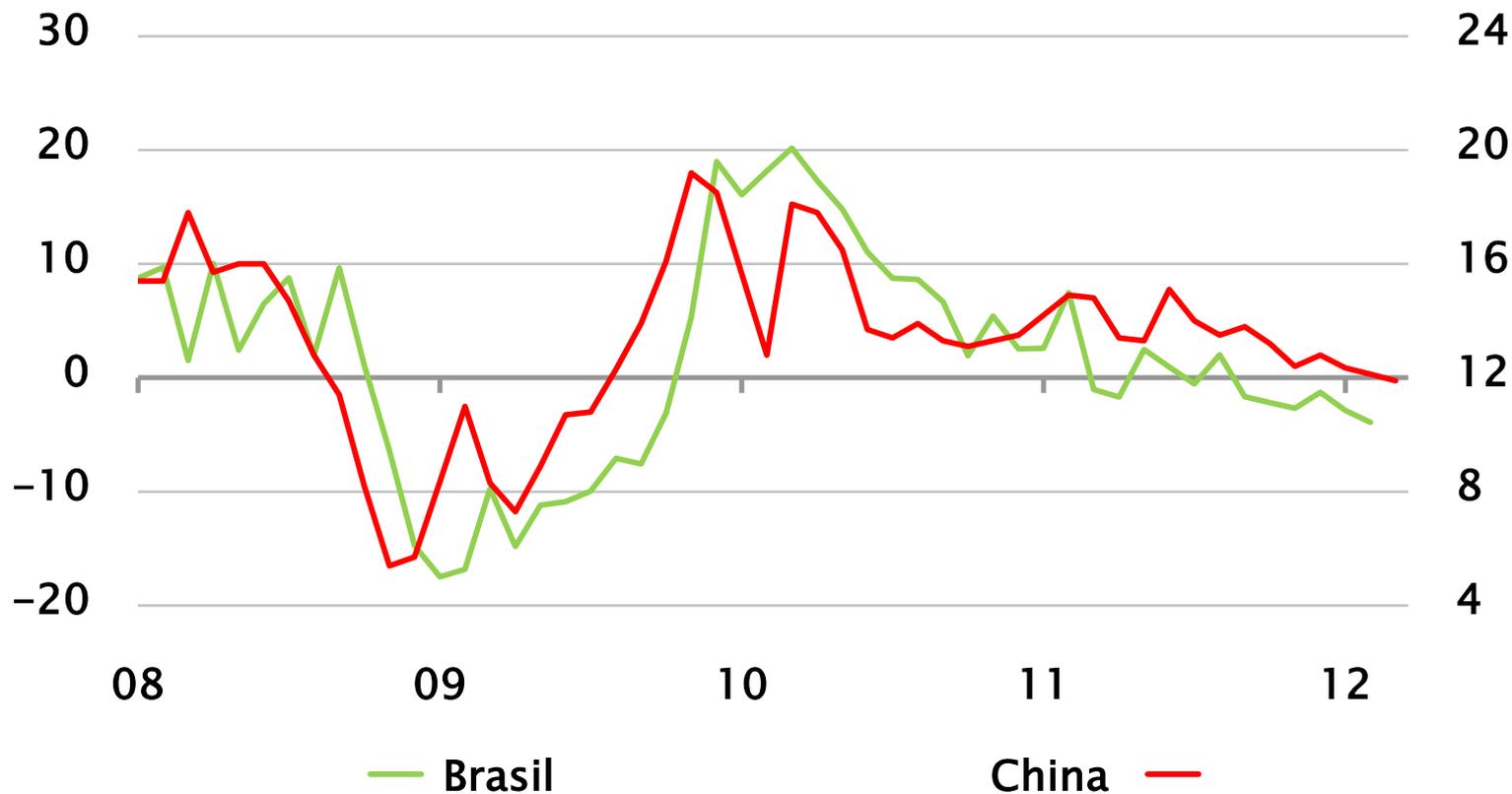
(*) El área gris corresponde a las necesidades en lo que queda del año.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



También están presentes la dudas sobre la real magnitud de la desaceleración de la economía china. Se suma que otras economías emergentes relevantes han mostrado una mayor debilidad en lo más reciente.

Producción industrial (*) (variación anual, porcentaje)

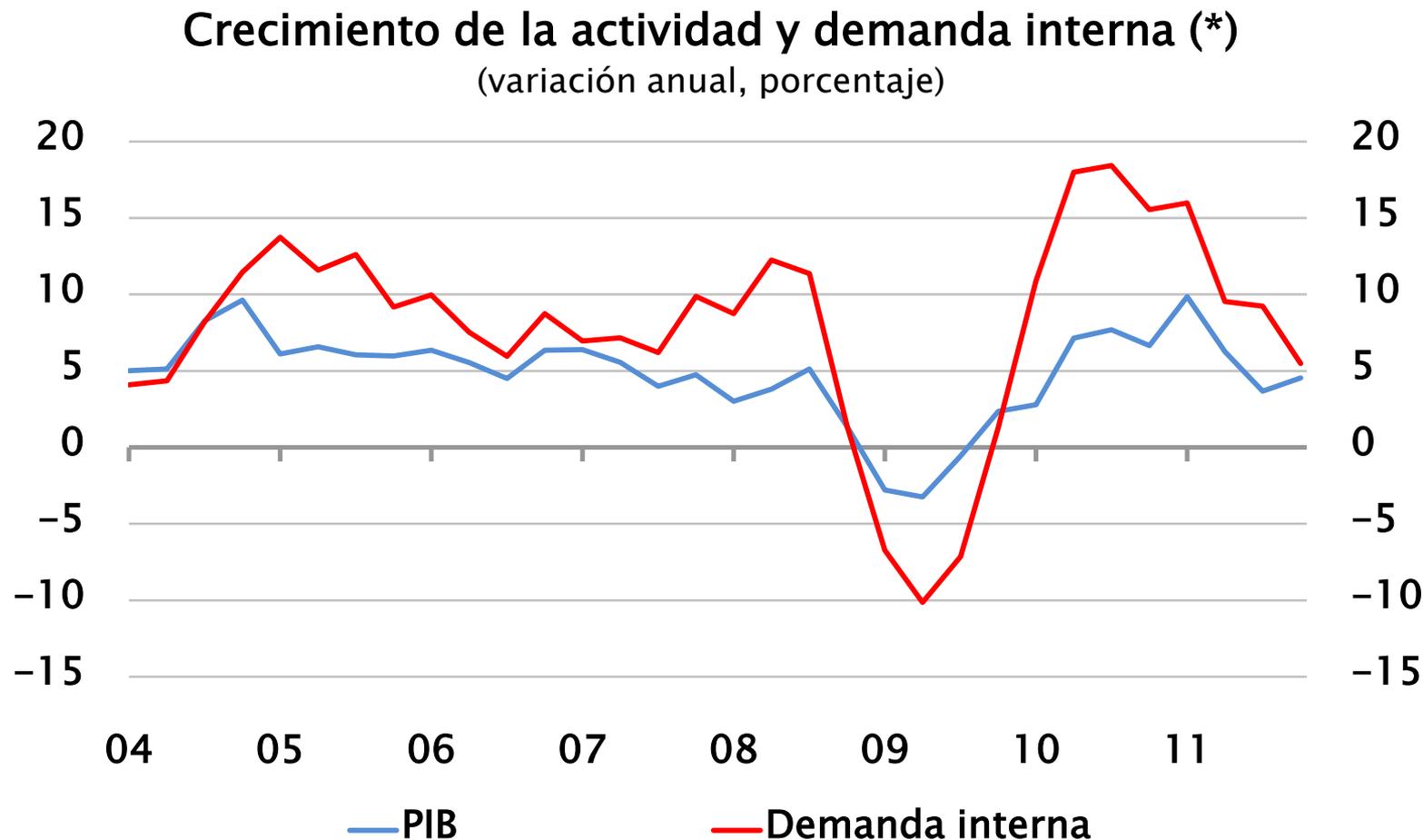


(*) Para Brasil considera cifras hasta febrero y para China hasta marzo de 2012.

Fuente: Bloomberg.



En Chile, aunque la demanda interna se ha desacelerado, lo ha hecho menos que lo previsto. Así, el mayor riesgo es que siga creciendo a tasas elevadas en los próximos trimestres.

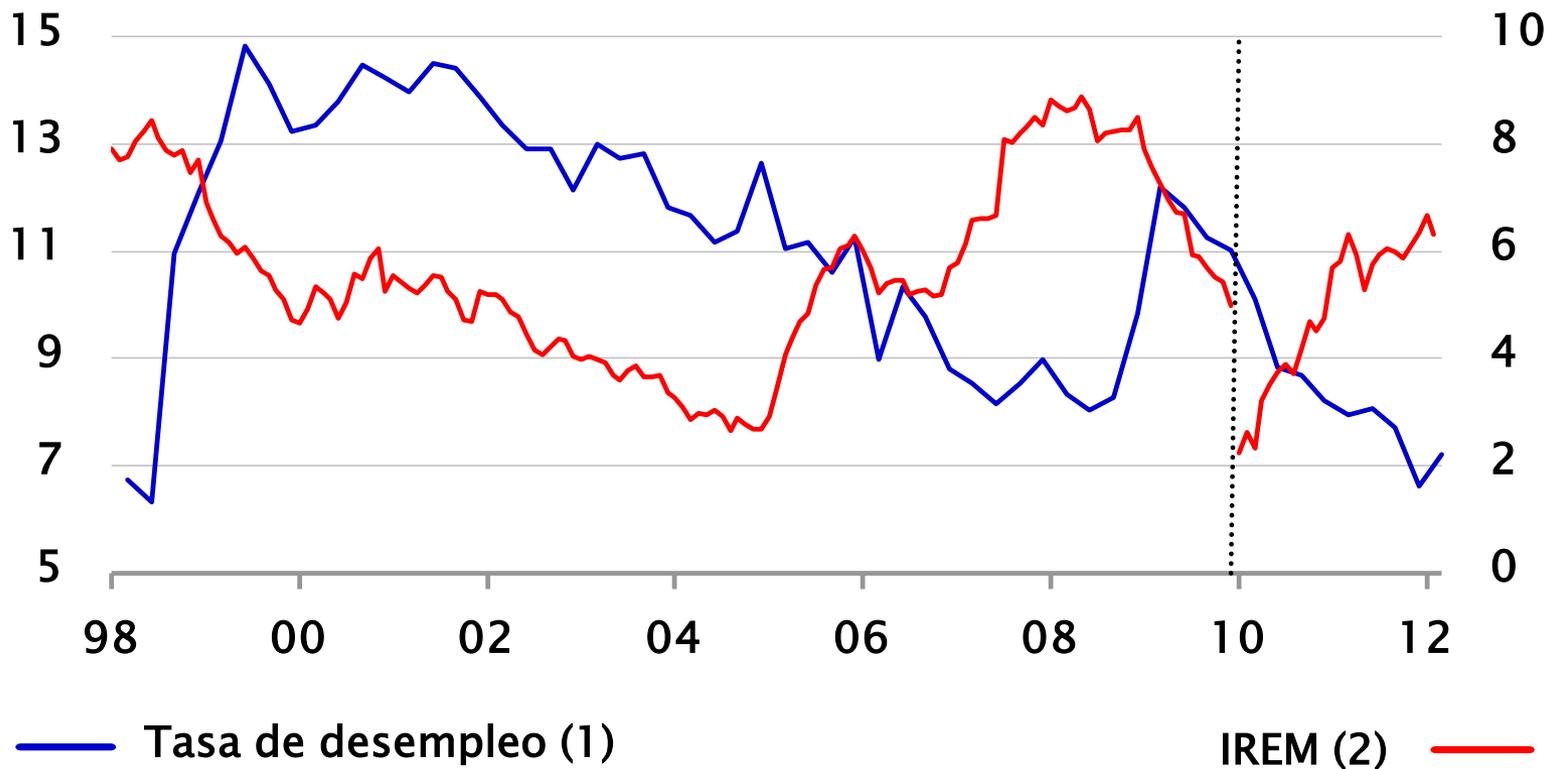


(*) Considerando las Cuentas Nacionales con año base 2008, series encadenadas.
Fuente: Banco Central de Chile.



Además, las condiciones del mercado laboral se han mantenido estrechas.

Mercado laboral (porcentaje; variación anual)



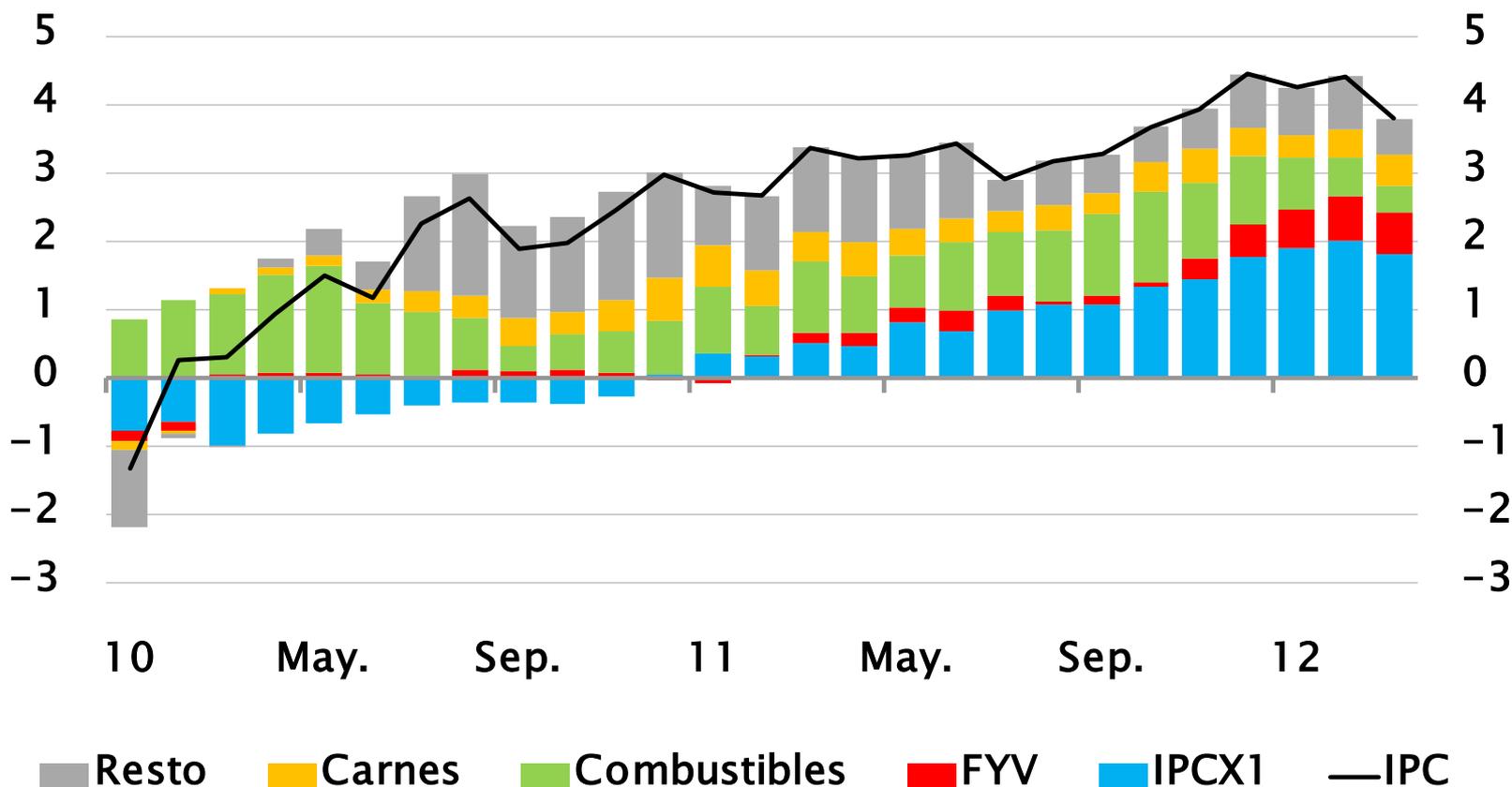
(1) Corresponde a la encuesta de la Universidad de Chile. Serie desestacionalizada. (2) A partir de enero de 2010 (señalizado con línea punteada) se utiliza el nuevo índice con base anual 2009=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las anteriores.

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



En los últimos meses, la inflación se ha ubicado en torno a 4%. Esto, en parte por una rápida normalización de la inflación subyacente y en parte por *shocks* específicos de precios. La forma en que estos últimos se transmitan a la inflación constituye otro factor de riesgo.

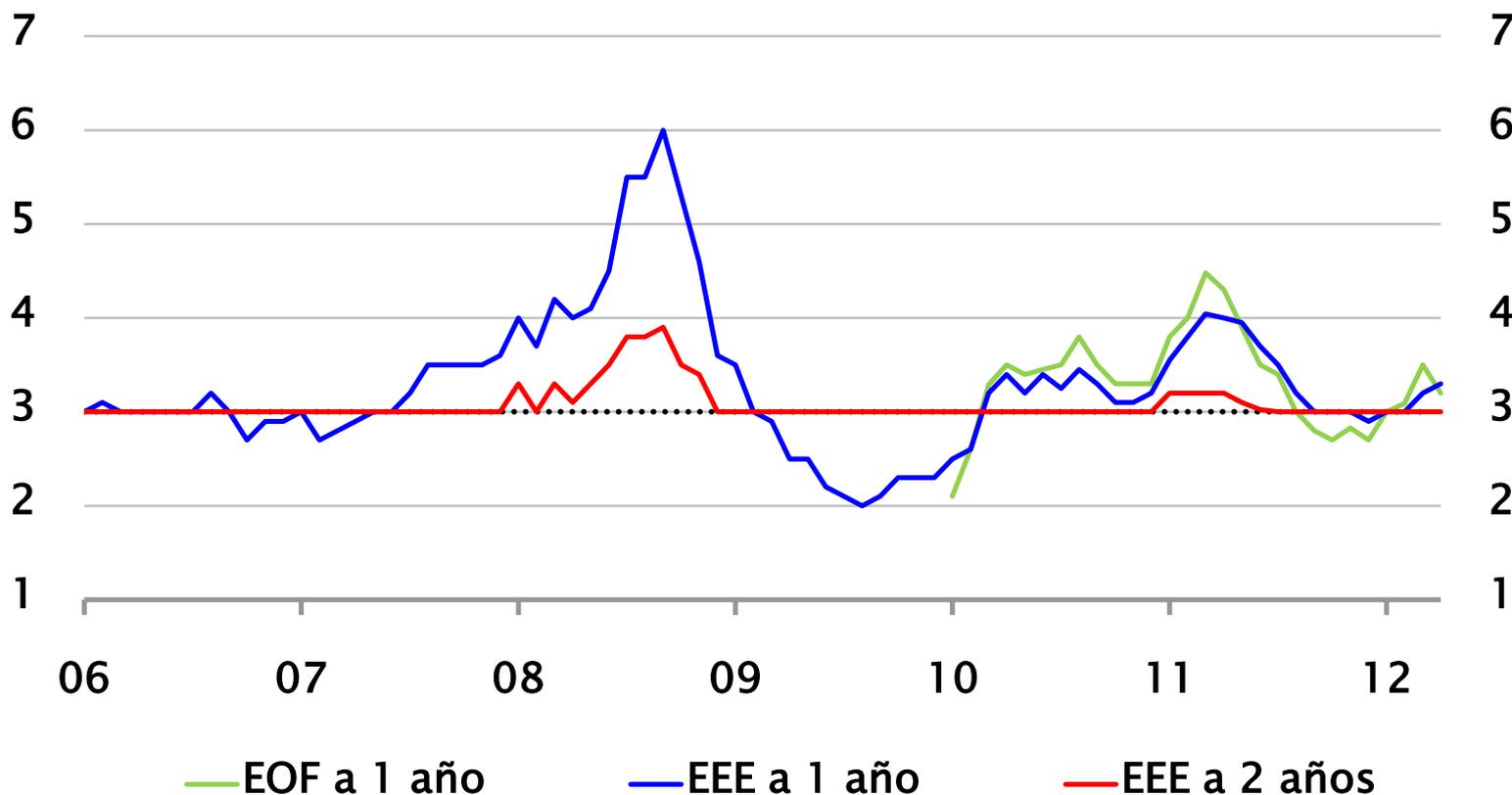
Incidencias en la inflación anual del IPC (puntos porcentuales)





En todo caso, aunque los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado, las expectativas a mediano plazo se mantienen en torno a la meta.

Expectativas de inflación de las encuestas de mercado (*) (porcentaje)



(*) Corresponde a la EOF de la primera quincena de cada mes, a excepción del último dato que corresponde a la EOF de la segunda quincena de abril. Fuente: Banco Central de Chile.



La complejidad del escenario actual requiere un manejo prudente de la política monetaria.

- Nuestra política monetaria se basa en una meta de inflación a dos años plazo, por lo que requiere hacer un juicio respecto de la evolución más probable del escenario macroeconómico, y de los riesgos involucrados.
- Para ello debemos adaptar continuamente nuestra visión de la economía y manejar con flexibilidad la política monetaria, pero cuidando en no sobre-reaccionar ante datos puntuales, que pudieran alentar olas de pesimismo u optimismo en los mercados.
- Esta prudencia en la evaluación del estado de la economía y sus riesgos es vital para el buen cumplimiento de nuestras obligaciones.
- Los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado, pero los riesgos del escenario externo siguen siendo importantes y su concreción puede acarrear efectos significativos en la economía chilena.
- El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



El manejo de la política monetaria en tiempos turbulentos

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile