



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

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
3 de abril de 2012

* El *Informe de Política Monetaria* de marzo del 2012 se puede 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 que el Consejo del Banco tiene sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria contenidos en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de marzo de 2012.

Al momento de hacer nuestra presentación ante esta Comisión en diciembre pasado, los mercados financieros internacionales, y en menor medida el chileno, mostraban tensiones importantes. Las perspectivas para el crecimiento mundial y chileno daban cuenta de una gran incertidumbre, y existían riesgos significativos de que la situación en la Eurozona se agravara y terminara transformándose en un evento similar a la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. En nuestra exposición fuimos enfáticos en decir que la economía chilena gozaba de un estado saludable, pero que la situación externa podía terminar impactando nuestro crecimiento. También resaltamos que la magnitud de estos efectos era difícil de estimar. En ese contexto, redujimos el rango de crecimiento proyectado para 2012 y señalamos que, ante las amenazas internacionales, el balance de riesgos para el crecimiento estaba sesgado a la baja. Señalamos nuestra disposición a actuar para mitigar el impacto del escenario externo sobre la economía chilena, contando con las herramientas necesarias para enfrentar situaciones adversas.

Así, a fines de diciembre implementamos medidas excepcionales para aliviar las fricciones que se observaban en el mercado monetario local y, en enero, redujimos en forma preventiva la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base. Ante la incertidumbre de los eventos externos, las expectativas de la mayoría de los analistas y operadores de mercado anticipaba la necesidad de una reducción mayor de la TPM.

El paso del tiempo ha mostrado una evolución del escenario externo algo más favorable que lo previsto. En lo principal, se ha observado una recuperación parcial de la confianza de los mercados financieros internacionales, expresada en menores primas por riesgo y mayores precios de materias primas. Las perspectivas de crecimiento mundial aún son débiles, incluso levemente inferiores a lo que anticipábamos en diciembre, pero la probabilidad de eventuales escenarios más adversos ha disminuido.

En la economía chilena, la actividad y la demanda interna han crecido por sobre lo previsto en diciembre. Al mismo tiempo, la inflación ha estado por sobre lo proyectado en esa ocasión y las medidas subyacentes se han normalizado con rapidez. Todo esto ha provocado que el balance de riesgos para la economía chilena cambiara desde diciembre a la fecha. Hace unos meses el riesgo mayor era que un empeoramiento del escenario externo provocaría una desaceleración más marcada de la actividad y la demanda interna, y con ello de la inflación. Hoy, los riesgos de mediano plazo para el crecimiento y la inflación están equilibrados, aunque en el corto plazo hay mayores riesgos para la inflación.

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. Continuamente realizamos un seguimiento

de las novedades en el entorno económico internacional y local, y revisamos su coherencia con nuestra visión del escenario más probable para la economía, o con los escenarios alternativos. Esto requiere 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 que ocasionalmente afectan a las expectativas de consumidores, empresarios o inversionistas en los mercados financieros. Esta prudencia en la evaluación del estado de la economía y sus riesgos es vital para el buen cumplimiento de nuestras obligaciones. Al mismo tiempo, es nuestra labor fundamentar nuestra visión acerca del escenario macroeconómico y sus consecuencias para la orientación de la política monetaria.

Lo que ha sucedido en los últimos meses ejemplifica esta situación. Muchas opiniones de mercado apuntaban a que la economía chilena sufriría un gran impacto por la situación externa. Sin embargo, los datos recientes nos han mostrado, como mencioné, que los riesgos del escenario externo son hoy menores que lo previsto. También que la economía nacional ha seguido creciendo con fuerza, lo que se refleja en que el rango de crecimiento proyectado para este año que presentamos hoy es mayor al que preveíamos en diciembre.

Las tensiones que se observaron a fines del año pasado en los mercados financieros externos han amainado, gracias a una conjunción de hechos. Por un lado, la provisión de préstamos a tres años plazo que hizo el Banco Central Europeo contribuyó a aliviar los problemas de liquidez en el mercado bancario y de deuda de gobierno. Por otro lado, el segundo paquete de rescate para Grecia y el canje de deuda con el sector privado alejaron la posibilidad de un desenlace desordenado en esa economía. También se han ido publicando indicadores de actividad y empleo algo más favorables para Estados Unidos. Así, la volatilidad de los mercados se redujo, los premios por riesgo y liquidez cayeron, el dólar se depreció en los mercados internacionales, y los precios de los activos subieron, al igual que los de las materias primas.

Con todo, los riesgos del escenario externo, aunque más acotados, aún son importantes. Las economías de la periferia de la Eurozona tienen altas necesidades de financiamiento este año y el próximo. Los gobiernos deben implementar ajustes fiscales cuantiosos, cuya implementación puede enfrentar trabas políticas y sociales crecientes, lo mismo que el financiamiento de nuevos paquetes de rescate en las economías con superávit de la zona. Los costos económicos, sociales y políticos se pagan en el corto plazo y pueden generar tensiones, mientras que sus frutos solo se verán en el mediano plazo. Se añade que la banca enfrenta desafíos de capitalización que pueden frenar el crédito al sector privado. Las rigideces cambiarias y salariales atrasan la solución a los problemas de competitividad de algunas economías. Todo esto, además de configurar un escenario de crecimiento muy débil en la zona, deja abierta la puerta a nuevos episodios de estrés en los mercados financieros externos. Aunque hasta ahora el escenario internacional ha sido menos negativo que lo esperado, suponer que el menor crecimiento global y las tensiones en los mercados financieros externos no tendrán algún efecto en la economía nacional no es lo más prudente.

Así, si bien la trayectoria de la inflación en Chile, el mayor crecimiento de la actividad y la demanda y cambios en precios específicos, como el petróleo y las frutas y verduras frescas,

han aumentado los riesgos para la inflación en el corto plazo, los riesgos del escenario externo siguen siendo importantes

Permítanme describirles el escenario macroeconómico del *Informe de Política Monetaria*.

Escenario macroeconómico

Respecto de diciembre, el escenario de crecimiento mundial no presenta cambios relevantes en el agregado, aunque sí algunas variaciones en su composición y, por cierto, en los riesgos asociados. En Estados Unidos, los indicadores más favorables de creación de empleo, de producción industrial y de expectativas se reflejan en un alza de sus proyecciones para este año, lo que compensa en parte las perspectivas más sombrías para la Eurozona. En esta región se espera una recesión algo más marcada en 2012, lo que, por sus lazos comerciales y financieros, se refleja, aunque de manera marginal, en la revisión de las proyecciones de crecimiento de otras regiones, principalmente Asia y Europa emergente. Con respecto de lo contemplado en diciembre, el crecimiento de los socios comerciales de Chile no cambia para 2012 y 2013.

El escenario base también considera que el precio del petróleo seguirá en niveles elevados por más tiempo que el previsto en diciembre. Además, eleva las proyecciones del precio del cobre a 3,7 y 3,6 dólares la libra en 2012 y 2013, respectivamente. Ello se traduce en términos de intercambio mejores que los proyectados anteriormente (cuadro 1). El mayor apetito por riesgo también ha fomentado una renovada entrada de capitales a las economías emergentes. Ante las menores tensiones, los bancos centrales de varias economías emergentes han detenido el proceso de aumento del estímulo monetario que comenzó en la segunda mitad de 2011.

En Chile, los efectos de la turbulencia financiera externa han sido limitados y varias de las señales de traspaso observadas en la última parte de 2011 se han revertido, al menos parcialmente. Las fricciones en el mercado monetario han cedido. La bolsa y el tipo de cambio han vuelto a niveles similares a los previos al recrudecimiento de las tensiones financieras internacionales, aunque las primas de riesgo corporativo se encuentran por sobre los niveles de mediados de 2011. Al cierre estadístico de este IPoM, el peso se ha apreciado cerca de 6 por ciento respecto del dólar, en comparación con su valor del IPoM de diciembre. Considerando el actual nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el tipo de cambio real (TCR) está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Por otra parte, la actividad y la demanda interna han crecido por sobre lo previsto en diciembre. Luego de una pérdida de dinamismo de la actividad en el tercer trimestre de 2011 —cifras con las que cerramos las proyecciones incluidas en el IPoM de diciembre—, los datos del cuarto trimestre registraron una aceleración. La demanda interna ha mostrado tasas de variación anual altas, aunque en descenso. Lo mismo ha sucedido con el consumo, apoyado por el vigor del mercado laboral. La tasa de desempleo se ubica cerca de sus mínimos de los últimos quince años, lo que se refleja también en la evolución de los salarios. Las expectativas de los consumidores han mejorado en los últimos meses. Por el lado de la inversión, resalta el dinamismo de las obras de ingeniería —relacionadas principalmente con proyectos energéticos y mineros— y el repunte más reciente de la

edificación. Otros indicadores son coherentes con una moderación de la demanda y la actividad, como las menores tasas de crecimiento anual del consumo de bienes durables y de las importaciones. Además, el menor ritmo de crecimiento del empleo, de los ingresos laborales y de las colocaciones de consumo, sugieren una desaceleración en adelante. El Consejo evalúa que las brechas de capacidad estarían cerradas, algo que también se apoya en las señales de estrechez del mercado laboral y en la rápida normalización de la inflación subyacente.

La inflación anual del IPC se ubica por sobre el rango de tolerancia, mientras las medidas subyacentes están en torno a 3 por ciento, con un ritmo de aumento más rápido que el del último trimestre de 2011 y que el previsto en el IPoM de diciembre. En todo caso, como acabo de mencionar, el nivel de las medidas subyacentes concuerda con la evaluación sobre el estado de las brechas de capacidad. La evolución reciente de la inflación también se explica por el comportamiento de las tarifas del transporte y los precios de las frutas y verduras frescas. Estos últimos, probablemente afectados por factores climáticos, han tenido un patrón que contrasta con el habitual y no han restado inflación en los últimos meses. Las expectativas de inflación del mercado han aumentado, particularmente para el corto plazo, pero se mantienen en torno a 3 por ciento en el horizonte de política.

En el escenario base de este IPoM prevemos que este año el PIB crecerá entre 4 y 5 por ciento. Este rango es superior al de diciembre, respondiendo principalmente al mayor crecimiento de la actividad a fines de 2011 y comienzos de 2012. Se agrega que varios de los riesgos que se contemplaron en el IPoM previo se han reducido y que la dinámica de ajuste de la demanda interna será algo más pausada que lo previsto en diciembre. Este escenario considera un mayor impulso externo, debido a los mejores términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo. En todo caso, no se descarta la ocurrencia de fricciones temporales y acotadas en los mercados financieros internacionales. Se agrega el supuesto de que el crecimiento seguirá convergiendo a sus niveles de tendencia —que el Consejo sigue estimando en 5%— y que continuará respondiendo a los efectos rezagados de los aumentos de la TPM efectuados en 2011 (cuadro 2).

En el escenario base, se proyecta un déficit en cuenta corriente para 2012 que es prácticamente equivalente al previsto en diciembre: 3,4 por ciento del PIB. Esto, tras haber registrado un déficit de 1,3 por ciento del PIB en 2011. Su ampliación responde mayormente a una balanza comercial más deficitaria. En ello, el principal determinante es el precio del cobre, que es menor al de 2011. Se agrega un precio del petróleo que también es mayor al del año anterior. Medida a precios de tendencia, en 2012 la cuenta corriente tendría un déficit algo por debajo de 6 por ciento del PIB, cifra similar a la de 2011.

Proyectamos que la inflación anual del IPC oscilará en torno a 4 por ciento hasta entrado el segundo semestre de este año, para después converger a 3 por ciento y permanecer en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el primer trimestre de 2014. Las variaciones anuales de las medidas subyacentes seguirán aumentando en los próximos meses y luego tendrán una convergencia a 3 por ciento más lenta que la del IPC (gráfico 1).

Esta trayectoria se basa en el supuesto que la propagación de los *shocks* de oferta hacia el resto de los precios se dará de acuerdo con sus patrones históricos. Además, supone que los

salarios tendrán reajustes acordes con la productividad y la meta de inflación. También supone que el TCR se ubicará en niveles similares a los actuales. Por el lado del gasto fiscal, el escenario base considera que el déficit estructural convergerá hasta alcanzar a 1 por ciento del PIB hacia fines de la actual administración, acorde con lo anunciado por la autoridad y en concordancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal. Finalmente, se usa como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 2).

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 el panorama macroeconómico, con implicancias sobre la política monetaria. En esta ocasión, evaluados los escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y para la inflación está equilibrado.

Si bien los riesgos del escenario internacional son similares a los de informes previos, su probabilidad de ocurrencia es menor. Con todo, subsisten problemas estructurales en la Eurozona, por lo que la mayor confianza en los mercados financieros no está consolidada. La repetición e intensificación de episodios de tensión financiera, en un contexto en que los bancos han incrementado la cautela para prestar y han aumentado los requerimientos de capital, podría ampliar la restricción del crédito, complicando el panorama de crecimiento de la región y del resto del mundo.

También persisten las dudas sobre la intensidad que tendrá la desaceleración en China. De ser mayor, sus efectos se reflejarán no solo en un deterioro del crecimiento mundial, sino también en menores precios de las materias primas, en especial del cobre. Con todo, tampoco es descartable que otras economías tengan un desempeño mejor al previsto, que pueda compensar parte de estos efectos.

La mayor tranquilidad de los mercados financieros externos y el renovado apetito por riesgo, ha reflatado preocupaciones de cómo acomodar las entradas de capitales en las economías emergentes. La prolongación de los fuertes estímulos monetarios en el mundo desarrollado, y en especial en Estados Unidos, puede fomentar una ampliación de los desbalances globales. En dicho país el endeudamiento público es elevado y el alto precio del petróleo dificulta el cierre de su déficit externo.

En esta ocasión, se agrega que la intensificación de las tensiones geopolíticas en torno a Irán podría afectar significativamente el precio del petróleo, con efectos negativos sobre el crecimiento mundial y mayores presiones en la inflación.

En Chile, la mantención de un gasto interno dinámico puede modificar el escenario base en dos sentidos. Por un lado, puede intensificar los riesgos inflacionarios que ahora se perciben, e incrementar la propagación de *shocks* de oferta, como el del petróleo o el de las frutas y verduras frescas. Tampoco puede descartarse que la velocidad con la que ha aumentado la inflación subyacente responda a brechas de capacidad más estrechas que las consideradas en el escenario base. Por otro lado, el sostenido crecimiento de la demanda interna puede provocar una ampliación del déficit en cuenta corriente y amplificar los

efectos de *shocks* externos sobre Chile, en especial si se acompañan con caídas del precio del cobre.

Permítanme hacer unas reflexiones finales.

Reflexiones finales

El escenario macroeconómico descrito tiene elementos contrapuestos, ya que hay riesgos relevantes en distintas direcciones.

Como señalé, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM. Desviaciones de esta trayectoria dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias. Como también mencioné en un comienzo, si bien los riesgos para la inflación en el corto plazo han aumentado, los riesgos del escenario externo siguen siendo importantes y su concreción puede acarrear efectos significativos en la economía chilena. Por ello, la complejidad del escenario actual requiere un manejo especialmente prudente de la política monetaria.

Por el lado de la actividad interna, las proyecciones que hoy presentamos muestran un mayor crecimiento, principalmente porque en lo más reciente la actividad y la demanda han mostrado un incremento superior al previsto en diciembre. Por el lado de los precios, nuestra reevaluación apunta a un nivel de inflación más alto, especialmente en el corto plazo. La evaluación de que las brechas de capacidad estarían cerradas, implica que el crecimiento de la economía debe converger a su tendencia para no provocar desequilibrios que pueden terminar siendo costosos. La experiencia nos ha mostrado lo perjudicial que es un incremento de la inflación, especialmente para los segmentos más vulnerables de la población. También nos ha enseñado la relevancia de mantener un crecimiento equilibrado del gasto, para evitar desequilibrios en las cuentas externas que debilitan nuestra capacidad de enfrentar *shocks* de distinta índole. Esto es especialmente relevante en la coyuntura actual, en que se confrontan estos riesgos del escenario interno, con las dudas sobre cuán fundado es el mejor estado de ánimo de los mercados externos. La situación de las economías desarrolladas es muy compleja, y resulta una gran lección de cómo desequilibrios que no se atacan a tiempo terminan produciendo costos gigantescos para la población.

Por todo lo anterior, quiero enfatizar el valor que posee un manejo adecuado de las expectativas respecto del desempeño de nuestra economía y, por supuesto, de nuestra política monetaria. La conducción prudente de la política monetaria implica estar preparados para todos los escenarios, evaluarlos con cuidado, y adecuar los estímulos según sea necesario. Quiero volver a reiterar el compromiso del Consejo con una política monetaria orientada a mantener una inflación baja y estable. Sin duda esta es la mejor contribución que podemos hacer a la prosperidad de nuestro país.

Muchas gracias.

Cuadro 1
Supuestos del escenario base internacional

	2010	2011 (e)	2012 (f)			2013 (f)		
			IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12
			(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio (*)	19,4	0,5	-5,3	-6,7	-5,3	-2,6	-3,5	-0,1
Socios comerciales	6,1	4,1	4,3	3,8	3,8	4,6	4,2	4,2
Mundo a PPC	5,1	3,7	4,0	3,5	3,3	4,5	4,1	3,9
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	1,8	2,1	2,8	2,2	2,3
Eurozona	1,9	1,4	1,2	-0,1	-0,3	2,1	1,0	1,0
China	10,4	9,2	8,3	8,2	8,1	8,7	8,5	8,5
Resto de Asia	7,7	4,3	4,5	4,4	4,3	5,0	4,8	4,8
América Latina (excl. Chile)	6,3	4,2	3,9	3,6	3,6	4,2	4,0	4,0
			(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	342	400	370	350	370	350	340	360
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	80	111	108	107	121	106	102	115

(e) Estimación. (f) Proyección.

(*) Las proyecciones de septiembre y diciembre fueron realizadas con las cuentas nacionales con año base 2003 y las cifras de 2010 y 2011 y la proyección de marzo 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.

Cuadro 2
Crecimiento económico y cuenta corriente (*)
(variación anual, porcentaje)

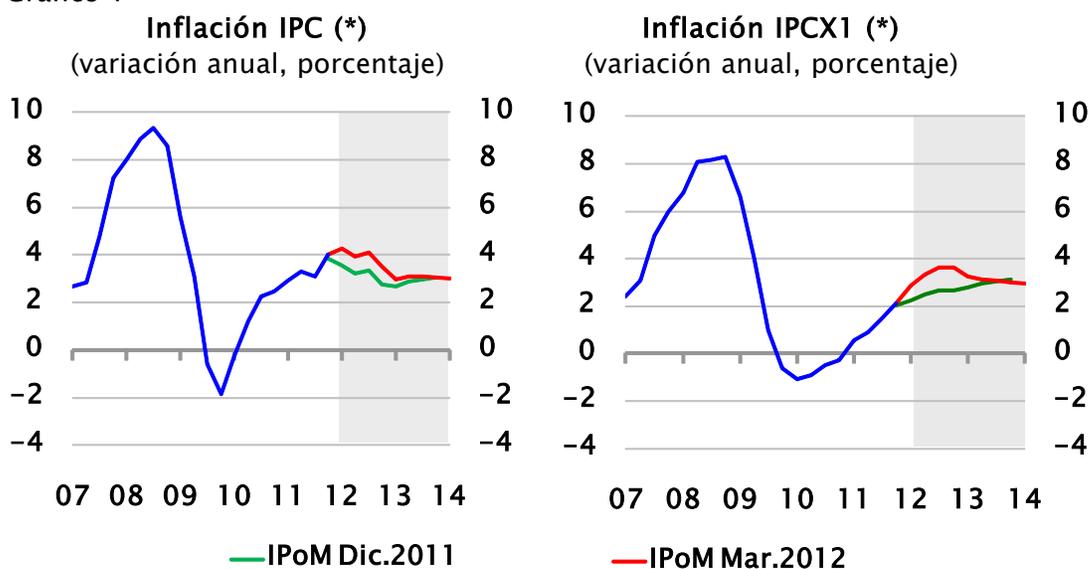
	2011 (f)			2012 (f)		
	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12	IPoM Sep. 11	IPoM Dic. 11	IPoM Mar. 12
PIB	6,25-6,75	6,2	6,0	4,25-5,25	3,75-4,75	4,0-5,0
Demanda interna	9,1	9,5	9,4	4,5	3,7	5,3
Demanda interna (sin variación de existencias)	9,7	10,2	10,3	5,4	4,8	5,8
Formación bruta de capital fijo	14,4	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.

Gráfico 1



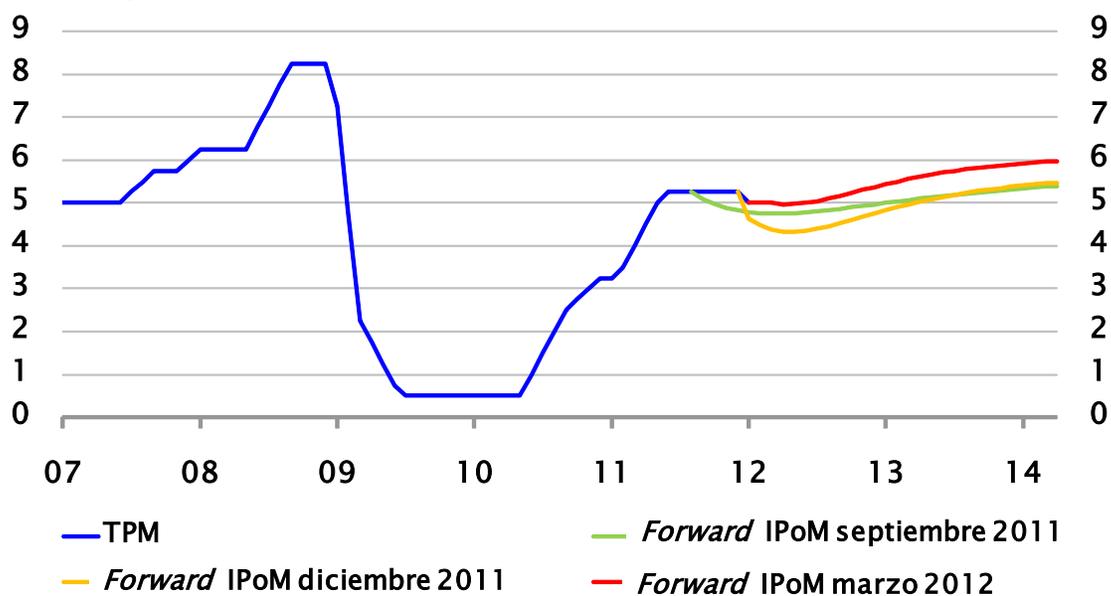
(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2012, corresponde a la proyección.

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

Gráfico 2

TPM y expectativas

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.