



# **CHILE FRENTE A LAS TURBULENCIAS Y AMENAZAS EXTERNAS**

José De Gregorio\*  
Presidente  
Banco Central de Chile  
Octubre 2011

---

\* Preparado para el encuentro *Visión Económica y Empresarial 2011-2012*, organizado por SOFOFA y la Universidad del Desarrollo, 19 de octubre, Santiago. Agradezco los valiosos comentarios de Luis Álvarez, Luis Óscar Herrera y Enrique Orellana.

Unas semanas después del terremoto de marzo de este año en Japón, Masaaki Shirakawa, gobernador del Banco de Japón desde principios del 2008, expresó en una presentación sobre la economía japonesa que, desde que asumió la presidencia del banco, le había tocado enfrentar la crisis financiera internacional, un cambio de coalición gobernante después de muchos años, y ahora un terremoto. Inmediatamente pensé interrumpirlo gritando “chócala”, pero afortunadamente me contuve, no por pudor, sino más bien porque no encontré cómo decir “chócala” en inglés.

En los últimos años hemos enfrentado turbulencias macroeconómicas de una magnitud insospechada así como nuevos desafíos. En el 2007 y 2008 vivimos un período de fuerte aumento de la inflación, luego la crisis financiera internacional y la recesión del 2009, tras ello nos azotaron el terremoto y maremoto de febrero del 2010. Hoy podemos decir que hemos navegado exitosamente en estas turbulencias, pero nos mantenemos alerta, porque la situación de la economía internacional continúa amenazante.

En estos días, nuestra gran preocupación es el estado de las economías desarrolladas y las consecuencias sobre el mundo emergente y, en particular, Chile. A mediados del 2009, la economía mundial comenzó a recuperarse de los efectos de la crisis financiera internacional. Sin embargo, esta recuperación ha ocurrido a dos velocidades (gráfico 1). Las economías emergentes han crecido con fuerza y han debido manejar los riesgos de presiones inflacionarias y de un rápido crecimiento del crédito. En cambio, la recuperación de las economías desarrolladas se ha dado con lentitud. Desde mediados del año pasado, destacamos en nuestros *Informes de Política Monetaria* y de *Estabilidad Financiera* que aún quedaban muchos riesgos pendientes. En particular, el riesgo de que el crecimiento en Estados Unidos se debilitara y que la crisis de deuda soberana en Europa se extendiera desde las economías periféricas a otros países de esa región. Con el correr de los meses esos riesgos se han ido tornando realidad.

La crisis que comenzó el 2008 no ha terminado. Aunque en un principio las políticas aplicadas en el mundo fueron exitosas en contener los daños inmediatos y evitar una depresión económica, aún hay muchos temas pendientes para dejarla definitivamente atrás. Uno de estos temas, es la frágil situación financiera de estados, bancos y hogares en varios países desarrollados.

En Chile, y en la gran mayoría de las economías emergentes, hemos sido testigos inocentes de esta crisis. Ella nos ha impuesto nuevos retos al manejo de las políticas monetarias y financieras, para minimizar el impacto de las turbulencias externas y permitir que nuestra economía siga en una senda de crecimiento sostenible. La experiencia del 2008 y del 2009 nos dejó enseñanzas para el manejo de nuestras políticas, pero más importante aún, nos dejó la convicción, no solo a los responsables de las políticas sino que al público en general, de que tenemos capacidad para mitigar los efectos adversos del escenario externo. No podemos evitarlos, pero sí mitigarlos.

El esquema de políticas macroeconómicas chileno se basa en varios fundamentos que es importante cuidar. Primero, una política fiscal seria y predecible. La mantención de una regla presupuestaria basada en el balance estructural, que permite aislar el gasto público de

los ciclos económicos y, además, darle la capacidad de apoyar el gasto interno cuando se necesita, es altamente beneficiosa. Un segundo pilar es nuestra alta apertura financiera y comercial. Si bien se podría pensar que ello nos conecta más a los *shocks* externos, también nos permite diversificar riesgos, nos da una mayor flexibilidad y nos facilita la búsqueda de nuevos mercados y oportunidades. En el pasado lejano fuimos una economía bastante cerrada, poco diversificada y mucho más vulnerable a los vaivenes de la economía internacional. Un tercer pilar es la solidez y regulación de nuestro sistema financiero, que durante la crisis del 2008-2009 demostró su valor. La regulación existente ha permitido el desarrollo de una banca prudente y que no se ve comprometida en operaciones altamente riesgosas e instrumentos tóxicos. Por supuesto que hay áreas en que avanzar y es evidente que se debe fortalecer la protección al cliente financiero. Todos los esfuerzos en esa dirección, que sean coherentes con la mantención de un sistema financiero sólido, son bienvenidos. Recordemos que la crisis en Estados Unidos tuvo entre sus orígenes un objetivo noble y pro-clientes: aumentar el acceso a la vivienda propia para los consumidores de escasos recursos. El problema fue que se le prestó a gente a la que no debiera habersele prestado, basado en una trayectoria al alza de los precios de la vivienda que finalmente fue insostenible. En Chile, la reciente creación de un Comité de Estabilidad Financiera es un paso que debiera contribuir a evitar que ese tipo de hechos se produzcan.

Finalmente, está la conducción de la política monetaria basada en un esquema de metas de inflación con un tipo de cambio flexible. Esto permite que la política monetaria se maneje de forma transparente y con un objetivo que es claro y conocido por todos. El Banco toma decisiones cautelando que la inflación se ubique en 3 por ciento en un horizonte de dos años. Mantener la credibilidad sobre este objetivo es clave para que la política monetaria sea una herramienta efectiva y no solo logre que la inflación sea baja y estable, sino que también coopere en reducir la volatilidad del producto y del empleo.

A continuación me gustaría revisar los eventos macroeconómicos del último tiempo y sus implicancias para la conducción de la política monetaria.

### **De la alta inflación a la gran recesión**

En la primera parte de la década pasada vivimos años de relativa tranquilidad en el ámbito macroeconómico. La inflación se moderó en gran parte del mundo y las economías retomaron tasas de crecimiento de tendencia. Hubo tensiones puntuales en algunas economías de la región, una recesión moderada en Estados Unidos como consecuencia del reventón de la burbuja tecnológica, pero en general fueron años de calma. Sin embargo, hacia el 2007 y 2008 sufrimos un inusual *shock* de los precios de los alimentos y del petróleo, que generó un aumento significativo de la inflación en todo el mundo (gráfico 2). En Chile, en un principio este *shock* solo se manifestó en la inflación de alimentos y combustibles, puesto que la inflación subyacente se mantenía contenida (gráfico 3). El Banco endureció la política monetaria, pero el inusual traspaso de la inflación de alimentos y combustibles al resto de los precios generó desviaciones muy significativas respecto de nuestra meta.

Diversas razones explican la inusual propagación de este *shock* inflacionario hacia el resto de los precios. La economía operaba con holguras de capacidad escasas e incluso negativas. A la presión de costos que esto generaba se sumó el efecto del mayor precio del petróleo en los costos de la electricidad (gráfico 4). Por otro lado, a medida que se incubaba la crisis, el tipo de cambio se depreciaba. Finalmente, los incrementos de precios comenzaron a retroalimentarse en las expectativas inflacionarias.

Ante el recrudecimiento de la inflación, aceleramos el ritmo de alza de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Entre junio y septiembre del 2008, la TPM aumentó 200 puntos base. En septiembre del 2008, cuando aún pensábamos que seguiríamos subiendo la tasa de interés para devolver la inflación a la meta —así lo dijimos en el Congreso a principios de ese mes—, vino la debacle de *Lehman Brothers* y el mundo se encaminó con mucha rapidez a una recesión.

La incertidumbre y el temor se apoderaron de los inversionistas, consumidores y empresarios. Los consumidores postergaron gastos; las empresas suspendieron proyectos y redujeron sus inventarios; la producción industrial colapsó; la demanda se desplomó; los precios de las materias primas cayeron con fuerza, y de ahí siguió la recesión global. Chile no se escapó del colapso. La demanda interna también cayó con una velocidad y fuerza inédita. Las ventas se paralizaron (gráfico 5).

Aunque el escenario inflacionario aún era complejo —la inflación alcanzó un *peak* de 9,9 por ciento en octubre del 2008—, se preveía un panorama de desaceleración que sugería que la política monetaria debería cambiar de orientación. Las proyecciones de crecimiento cayeron con inusitada rapidez en todas las regiones del mundo, pasando desde perspectivas de una moderación en el crecimiento a una recesión (gráfico 6). Chile no fue la excepción. En noviembre del 2008 rehicimos nuestras proyecciones y señalamos que el ambiente de desaceleración llevaría a una caída de la inflación, no solo por la abrupta baja de los precios de las materias primas, sino que principalmente por la brusca generación de holguras de capacidad. Ahí indicamos que, lo más probable, era que la TPM comenzaría a reducirse en los próximos meses, lo que dio inicio al proceso de relajación de las condiciones financieras.

Posteriormente, iniciamos un proceso de baja de tasas inédito por su magnitud y rapidez y que fue uno de los más significativos del mundo, llevando la TPM a niveles similares a los de las economías desarrolladas. Entre enero y julio del 2009, la TPM disminuyó 775 puntos base y además se estableció un mecanismo —la FLAP— para asegurar fondos al sistema financiero a una tasa equivalente a la TPM por un período de seis meses (gráfico 7).

Más de alguna vez me he preguntado qué más podríamos haber hecho para amortiguar la recesión internacional. En perspectiva, es difícil pensar que las políticas macroeconómicas podrían haber evitado el colapso de la demanda, por su magnitud y la rapidez con la que se dio, y en particular porque fue gatillado por un severo deterioro de las expectativas económicas. Los rezagos con que actúan las políticas monetarias y fiscales no permiten contener una caída tan importante de la actividad en el mismo momento que está ocurriendo.

No obstante, las políticas expansivas fueron claves para atenuar la caída y además impulsar la expansión que se empezó a observar a partir del segundo trimestre del 2009 y que ha continuado hasta hoy. La recesión fue severa, pero breve. El estímulo monetario fue vital en la rápida salida de la recesión.

Nuestra economía venía recuperándose de manera sostenida hasta que fue azotada por el terremoto y maremoto de febrero del 2010, que tuvo devastadoras consecuencias sobre la economía. La primera obligación tras la catástrofe fue —en lo que atañe al mandato del Banco— asegurar que el sistema de pagos funcionara adecuadamente, en especial en las zonas más afectadas, lo que se logró exitosamente. Desde el punto de vista macroeconómico, la actividad se resintió en forma significativa en el primer semestre. En marzo del 2010, el Imacec cayó 2 por ciento anual, pero con sectores como la industria donde la caída superó el 20 por ciento. Los efectos en la actividad se prolongaron por un par de meses. Nuestras estimaciones indican que el terremoto y maremoto restaron aproximadamente un punto de crecimiento durante el 2010. También dijimos, como efectivamente ha ocurrido, que parte importante de esta caída de la actividad se transformaría en un mayor crecimiento durante la primera mitad del 2011.

La rápida recuperación de la actividad ante una catástrofe del tamaño de la que sufrimos se apoyó en la eficiencia de nuestro sector productivo y la existencia de condiciones financieras favorables. La TPM estaba en su mínimo de 0,5 por ciento desde julio del año anterior, y tal como lo habíamos mencionado, esperábamos que siguiera en esos niveles por algunos meses más. Así, tras un par de meses de ajuste, la actividad, el empleo y la inversión siguieron recuperándose de la recesión del 2009 y dejaron atrás los efectos macroeconómicos del terremoto y maremoto con renovado vigor (gráfico 8).

Poco después del terremoto, y luego de 20 años, hubo un cambio en la coalición gobernante, lo que requirió acordar formas de trabajo y coordinación con las nuevas autoridades de gobierno. Debo reconocer que no tuvimos dificultades en este ámbito, y dada la experiencia acumulada por el Banco en estas materias, la transición resultó muy fácil.

### **El riesgo de sobrecalentamiento y las presiones cambiarias**

La recuperación de la economía siguió su curso en el 2010, pero a principios de este año los desafíos macroeconómicos tuvieron un nuevo giro. Las preocupaciones volvieron a centrarse en lo que ocurría en el mundo, debido a las tensiones generadas por la recuperación a dos velocidades. Las economías emergentes, con sus brechas de capacidad ya cerradas o cerca de hacerlo, debían hacer frente a los potenciales sobrecalentamientos de sus economías y las presiones inflacionarias que ello acarrearía. Asimismo, comenzaron a enfrentar fuertes presiones cambiarias producto de su mejor posición relativa en el mundo, las entradas de capitales y la necesidad de resolver los desbalances globales. Los tipos de cambio de varias economías emergentes llegaron a sus mínimos de la última década (gráfico 9). Solo en lo más reciente hemos observado una cierta reversión por el deterioro de los términos de intercambio y el aumento de la aversión al riesgo en el mundo.

Chile no ha sido la excepción. Si bien en el neto no recibimos entradas de capitales significativas, nuestra moneda también se fortaleció, lo que era esperable en un escenario de crecimiento vigoroso y muy buenos términos de intercambio. El tipo de cambio nominal tuvo una apreciación importante hacia fines del 2010, mientras que el tipo de cambio real se ubicó en niveles por debajo de los promedios de los últimos 15 o 20 años (gráfico 10).

Las tensiones cambiarias que hemos enfrentado encuentran su explicación en algunos fenómenos duraderos de la economía internacional. Los desbalances globales siguen presentes y parte de su resolución exige que la porción del mundo que está en mejor posición hoy —las economías emergentes y exportadoras de materias primas— dirija parte de su demanda hacia la porción que está peor —las economías desarrolladas—. Una vez que estas últimas recuperen su fortaleza, es de esperar que sus monedas también lo hagan. No obstante, esta transición puede ser prolongada y, por lo tanto, fue necesario aplicar políticas excepcionales para ayudar a mitigar estas tensiones.

Al igual que otras economías emergentes, a comienzos de año decidimos intervenir el mercado cambiario, iniciando un programa de acumulación de reservas que permitiera que los sectores productivos hicieran un ajuste ordenado ante una situación de tensiones cambiarias que sería prolongada. Anunciamos la compra de 12 mil millones de dólares a concretarse durante este año y a la fecha ya hemos comprado 10 mil millones de dólares. Esta intervención la hemos hecho en forma no discrecional y esterilizada para preservar intacta la capacidad de hacer política monetaria y evitar ser nosotros mismos una fuente de volatilidad.

Es importante destacar que esta compra de reservas internacionales no solo ha tenido por objeto atenuar las tensiones cambiarias, sino que también fortalecer nuestra posición de liquidez internacional. La evidencia disponible muestra que una sólida posición de reservas internacionales ayuda a proteger a la economía de los efectos adversos de los *shocks* financieros externos. El nivel de reservas que perseguimos con el programa nos pone en un buen pie ante un escenario de deterioro global más pronunciado.

Como ya lo mencioné, a comienzos de año el escenario macroeconómico tuvo cambios importantes. El aumento del precio de las materias primas y el cierre de las brechas de capacidad avivaron los temores del rebrote de un episodio inflacionario comparable al del 2007-2008. Nuestra comunicación del curso futuro de la política monetaria cambió de modo importante en pocos meses. A partir de marzo, el Banco aceleró el retiro del impulso monetario, con mayor intensidad que la prevista por el consenso de los analistas, llevando la TPM hasta un nivel que está dentro de rangos normales. Ello, sumado al cambio del escenario macroeconómico externo, por la caída de los precios de las materias primas, logró contener las expectativas inflacionarias (gráfico 11). Si a mediados de año esperábamos que la inflación se ubicara cerca del 4 por ciento durante gran parte del segundo semestre, los datos han mostrado una inflación oscilando en torno a 3 por ciento. La propagación de los *shocks* específicos ha sido similar al promedio histórico, pero inferior a la del 2007 y 2008. Hoy, tanto en Chile como en una parte importante del mundo emergente, las proyecciones de inflación han bajado y el riesgo de un sobrecalentamiento

ha perdido relevancia (gráfico 12). Por la misma razón, si a mediados de año esperábamos que la TPM terminara el 2011 cercana a 6 por ciento, en meses recientes indicamos que probablemente no habría más alzas, algo que hemos reafirmado en nuestros últimos comunicados y a lo que me referiré un poco más adelante. Pero antes, déjenme volver a lo que sucede en el mundo desarrollado.

### **La crisis del 2008 aún no termina**

La crisis del 2008 no fue una recesión tradicional porque tuvo su origen en una crisis financiera, cuyos efectos son más profundos, y su recuperación es más lenta. Esto lo sabemos en las economías emergentes. En Chile lo vivimos a principios de los ochenta.

Los episodios de estrés financiero de las últimas semanas se enmarcan dentro de una creciente incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación en el mundo desarrollado. En este contexto, se dieron dos fenómenos que gatillaron la actual situación de fragilidad. Primero, entre julio y agosto fuimos testigos de la discusión en el Congreso estadounidense sobre el aumento del límite de endeudamiento fiscal, lo que ilustra las dificultades del sistema político estadounidense para abordar los problemas que enfrentan en este ámbito, a lo que sumó la rebaja de la clasificación de su deuda soberana. En segundo lugar, en Europa los problemas de deuda soberana de los países periféricos, en particular Grecia, se extendieron a países centrales de la región como España e Italia.

En Estados Unidos, el foco de la discusión se ha movido hacia el estado de su economía y la posibilidad de una nueva recesión. Los elevados niveles de deuda de los hogares y las dificultades para resolver el problema inmobiliario siguen presentes y probablemente tardarán bastante tiempo en resolverse. El mercado laboral no logra repuntar. El banco central y la autoridad fiscal, al igual que en otras economías desarrolladas, no cuenta con espacio para nuevas medidas de estímulo que compensen la debilidad de la demanda privada (gráfico 13). La Reserva Federal anunció la mantención de su tasa al menos hasta mediados del 2013 y además la compra de bonos de largo plazo financiado con la venta de papeles de corto plazo. Dado que la Reserva Federal tiene la tasa de corto plazo en su mínimo y la economía requiere de mayor impulso monetario, esta medida busca aplanar la curva de rendimiento, reduciendo las tasas de largo plazo. Estimaciones de la propia FED indican que su efecto es similar al que se produciría con un recorte de 50 puntos base de la tasa de política monetaria. Sin duda un esfuerzo en la dirección correcta, pero de efecto limitado dada la debilidad de su situación económica.

Los problemas de Europa son más graves y preocupantes por sus consecuencias sobre la economía mundial y los mercados financieros. Es el centro de cualquier reunión sobre el estado de la economía mundial. El serio problema de solvencia de un país, Grecia, que es una mínima fracción de la Eurozona, se esparció a toda Europa como una gran crisis de confianza (gráfico 14). Existe un círculo vicioso entre la debilidad del crecimiento, la debilidad de las cuentas fiscales y la debilidad de los bancos.

La crisis está en pleno desarrollo, y su resolución es incierta. A diferencia de lo que se podía prever en la primera parte del año, el mercado no descarta una solución desordenada

a los problemas de Grecia, la cual podría terminar en un *default* de su deuda soberana y, en un caso muy extremo, en una salida del euro. Los costos podrían ser muy elevados, por lo que las autoridades de la Eurozona están férreamente comprometidas en resolver esta situación.

Las propuestas bajo discusión pasan por levantar un cortafuego para evitar el contagio de la deuda soberana, recapitalizar a los bancos y resolver el caso particular de Grecia.

Evidentemente, es difícil realizar esto último sin primero haber establecido los cortafuegos para el resto de la región. En principio, una alternativa “simple” sería establecer un gran fondo que garantice la deuda soberana europea y ayude a recapitalizar a los bancos. Su mera existencia podría restablecer la confianza, reducir las primas de riesgo y devolver la viabilidad a los soberanos y las instituciones financieras. El problema es que la legislación europea no cuenta con las instituciones para implementar estas soluciones. Se agrega el respaldo fiscal que estas potenciales medidas requieren y cómo se reparte entre los participantes. Es precisamente en estos frentes en los que las autoridades están trabajando y es de esperar que se pueda llegar a dicha solución en el corto plazo. De otra forma, la situación europea seguirá teniendo al mundo bajo mucha tensión por los próximos meses.

A todo lo anterior debemos agregar que algunos países de la Eurozona tienen serios problemas de competitividad. Esta situación mantendrá su crecimiento deprimido y, dado que no disponen del mecanismo cambiario, su solución tomará tiempo porque requiere de flexibilidad y reformas estructurales que aumenten la productividad.

### **Las implicancias de política monetaria**

Hoy, en Chile, el curso futuro de la economía y de la política monetaria ha cambiado respecto de principios de año. El foco actual es el efecto que la debilidad de la economía global tendrá sobre la economía chilena, en particular sobre el crecimiento y la inflación. Sobre lo primero, en nuestro último *Informe de Política Monetaria* (IPoM) señalamos que la economía chilena crecerá este año en un rango entre 6,25 y 6,75 por ciento, expansión que se reducirá a un rango entre 4,25 y 5,25 por ciento el 2012. Este menor crecimiento, más allá de los posibles efectos del adverso escenario externo, responde mayormente a la convergencia de la economía hacia tasas de crecimiento coherentes con su tendencia, la que estimamos en torno a 5 por ciento. El escenario internacional que enfrentamos es muy complejo.

En el comunicado de nuestra Reunión de Política Monetaria del jueves pasado dijimos que la profundización de las tendencias observadas en la economía internacional podría configurar un entorno externo más adverso que el contemplado en el escenario base del IPoM de septiembre, con posibles consecuencias para el crecimiento y la inflación en Chile, así como para la orientación de la política monetaria.

Lo anterior indica que seguimos atentamente los desarrollos del escenario externo y tenemos la flexibilidad para actuar en la medida que ello sea necesario. No obstante, quisiera detenerme en dos aspectos. Primero, es importante que, en general, la política monetaria no actúe tardíamente ni en dosis insuficientes. Pero también es importante que no



actúe de forma atolondrada. Una política monetaria que sufre reversiones de signo porque el diagnóstico es equivocado pierde credibilidad. Potenciales atrasos se pueden compensar con agresividad. Así fue entre fines del 2008 y comienzos del 2009. Podríamos haber bajado la tasa un par de meses antes, pero en un escenario de muy alta inflación y con perspectivas económicas aún inciertas podría haber restado credibilidad a la política monetaria. En ese contexto una baja de tasas hubiera terminado siendo más lenta y menos efectiva. Una vez confirmada la gravedad de la situación redujimos tasas con una fuerza inédita y mucha efectividad.

En segundo lugar, los cambios en la TPM afectan la economía primordialmente por sus efectos sobre toda la estructura de tasas, es decir sobre las tasas a diferentes plazos. El retiro del sesgo contractivo que tenía la política monetaria hasta agosto y los cambios del escenario internacional han reducido de modo importante las tasas de interés de largo plazo en Chile, lo que disminuye los costos financieros (gráfico 15). No obstante, su transmisión a las tasas de colocación puede verse atenuada por el aumento de los riesgos financieros y económicos.

En todo caso, es importante recalcar que la caída reciente de las tasas de interés ha sido posible porque contamos con una política monetaria creíble, con objetivos y orientaciones claras. Chile es de los países donde más han caído las tasas largas. Dichas tasas son, en una primera aproximación, el promedio esperado de las Tasas de Política Monetaria futuras. Cuando no existe claridad y credibilidad respecto de la orientación de la política monetaria, los movimientos de tasas contienen menos información sobre su curso futuro y afectan menos a las tasas largas, incluso pueden tener el efecto inverso. En contraste, cuando responden a una conducción creíble, basada en una comunicación clara y una evaluación rigurosa del estado y perspectivas de la economía, la estructura de tasas, y no solo la tasa de corto plazo, responderá a los cambios en la orientación de la política monetaria. Por ello el compromiso con la meta de inflación y una buena fundamentación de nuestras decisiones son claves.

### **Comentarios finales**

Existen razones que nos permiten mirar con mayor tranquilidad la crisis en las economías desarrolladas. Sabemos cómo enfrentar turbulencias financieras y recesiones internacionales. Lo hicimos solo un par de años atrás y diseñamos instrumentos que aseguran el adecuado funcionamiento del sistema financiero. La inflación está en torno a la meta y la Tasa de Política Monetaria en rangos que consideramos normales. La política fiscal también tiene espacios como en pocos países del mundo.

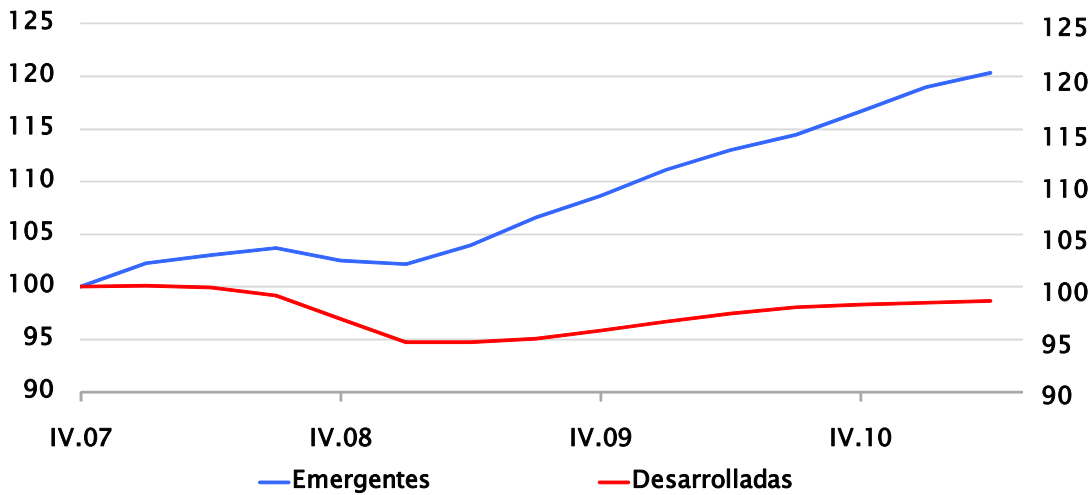
Pero también hay razones de mayor preocupación. No sabemos hasta cuándo las economías emergentes pueden crecer si las desarrolladas siguen débiles. ¿Hasta dónde podrá China liderar el crecimiento mundial? ¿Tienen todas las economías emergentes los espacios de política fiscal para apoyar un escenario de debilidad, o estos se han ido cerrando después de los fuertes estímulos del 2008 y 2009?

También existen tensiones a nivel local. Ciertamente, el clima de turbulencias político-sociales no es el más adecuado para enfrentar un deterioro mayor en el mundo. Por lo mismo, este escenario impone más que nunca el desafío de construir una solución de los problemas específicos de manera efectiva, pero siempre preservando la estabilidad macroeconómica y fortaleciendo nuestra capacidad de crecimiento. Aquí no solo importan las políticas específicas que aplicamos, sino que también la forma como solucionamos los problemas.

Aunque a algunos les cueste reconocerlo, porque parece que hoy lo que da popularidad es decir que todo está mal, nuestro país es ejemplar. En las últimas décadas, todos los chilenos hemos sido beneficiados de un avance que nunca antes se dio en nuestra historia. Y aunque hay bastante por hacer, somos un ejemplo para muchos países. En esta coyuntura debemos ser también ejemplares en resolver problemas urgentes y graves que debieran permitir seguir en la construcción de un país más próspero para todos.

Muchas gracias.

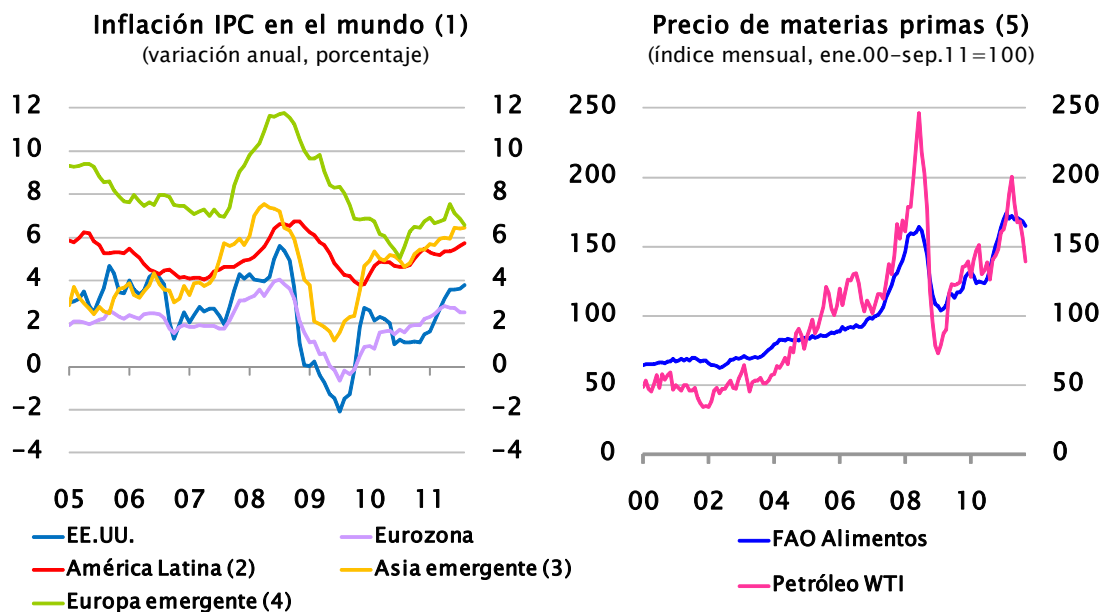
Gráfico 1  
**Actividad mundial (\*)**  
 (índice IV.07=100, series trimestrales)



(\*) Regiones ponderadas a PPC. Economías desarrolladas corresponden a Australia, Canadá, Dinamarca, EE.UU., Eurozona, Japón, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. Economías emergentes corresponde a Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Letonia, Malasia, México, Perú, Rep. Checa, Rep. Corea, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

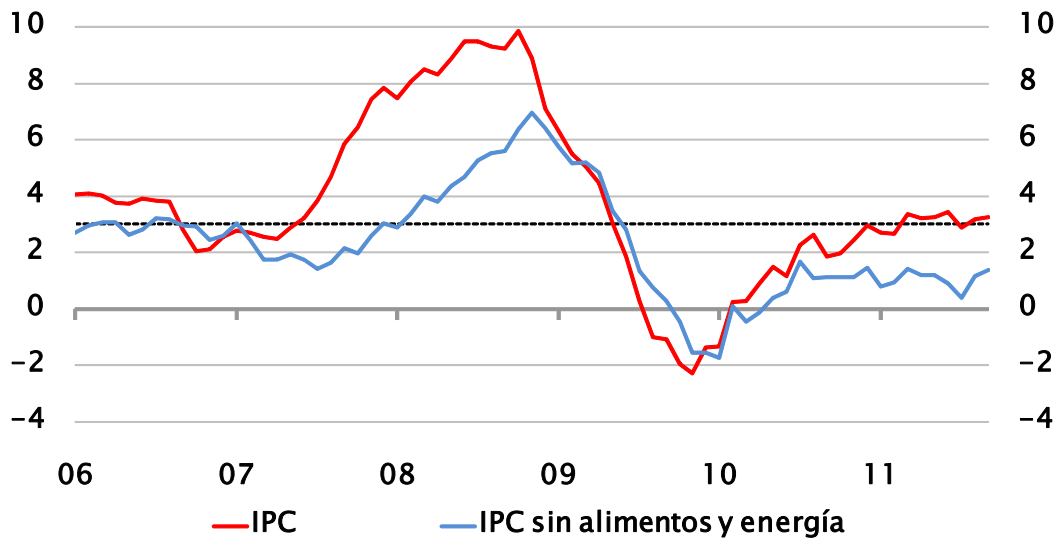
Gráfico 2



(1) Regiones ponderadas a PPC. Datos hasta agosto del 2011. (2) IPC incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. (3) IPC incluye China, India, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Tailandia y Taiwán. (4) IPC incluye Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Turquía. (5) Datos hasta septiembre del 2011.

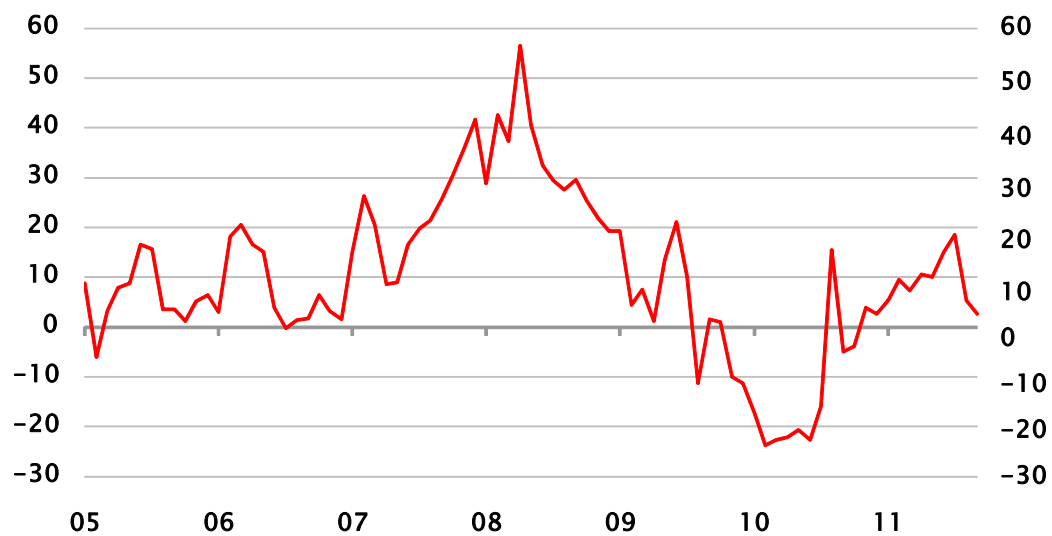
Fuentes: Bloomberg, CEIC Data, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico 3  
**Indicadores de inflación**  
 (variación anual, porcentaje)



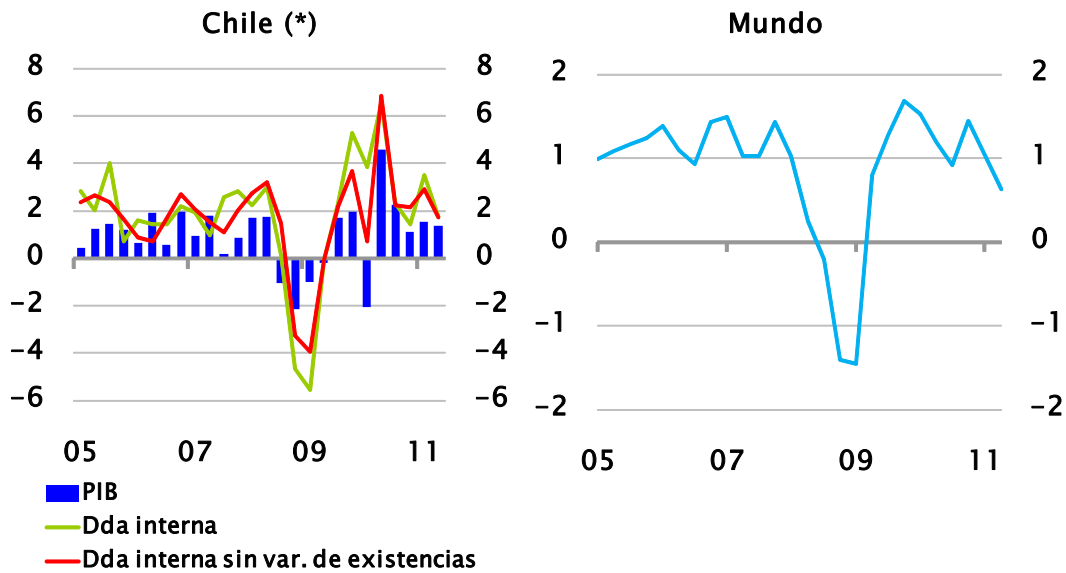
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 4  
**Precio de la electricidad**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 5**  
**Crecimiento de la actividad económica**  
 (variación trimestral, porcentaje)

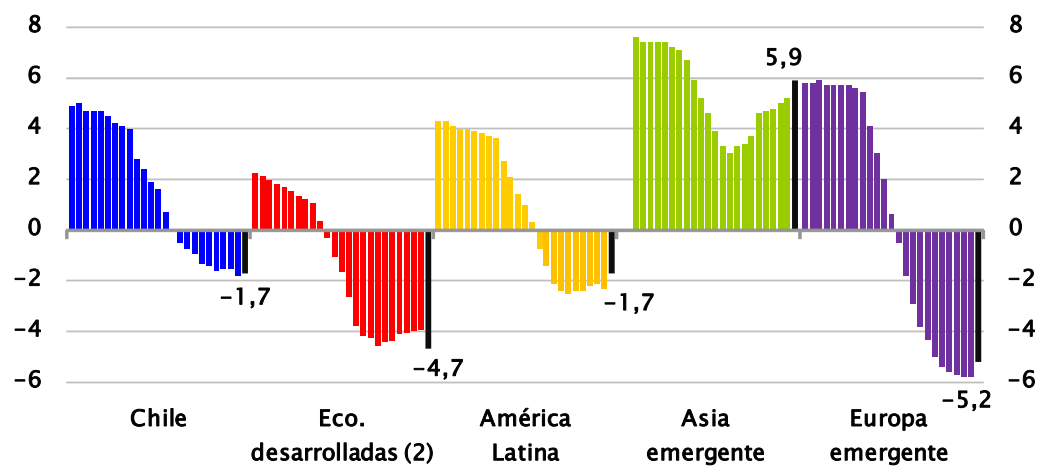


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

**Gráfico 6**

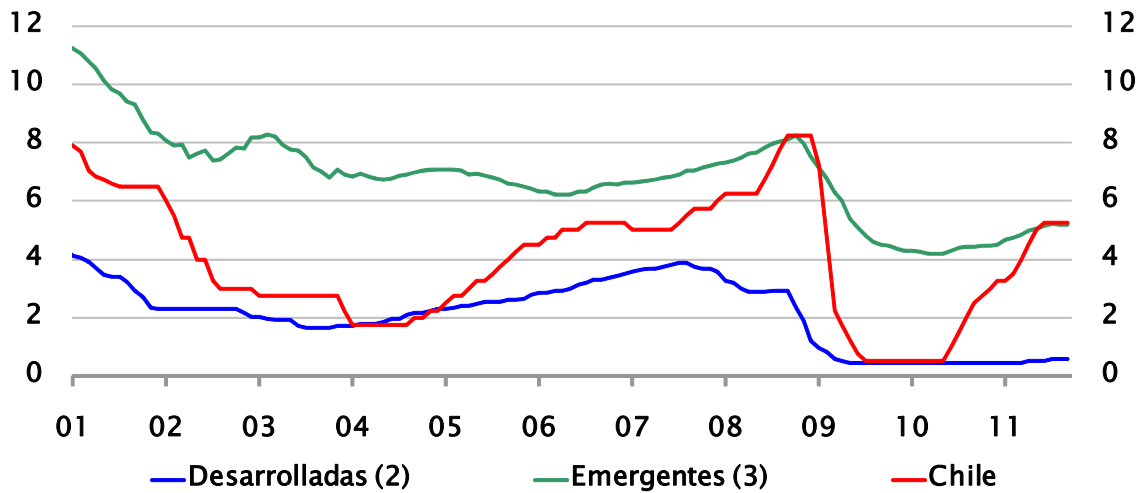
**Proyección de crecimiento para el año 2009 (1)**  
 (variación anual, porcentaje)



(1) Considera las proyecciones de CF entre enero 2008 y diciembre 2009. Para Asia emergente, las proyecciones están disponibles a partir de marzo del 2008. Barras negras corresponden al crecimiento efectivo del 2009. (2) Corresponde a un promedio geométrico de EE.UU., Eurozona y Japón.

Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecasts y FMI.

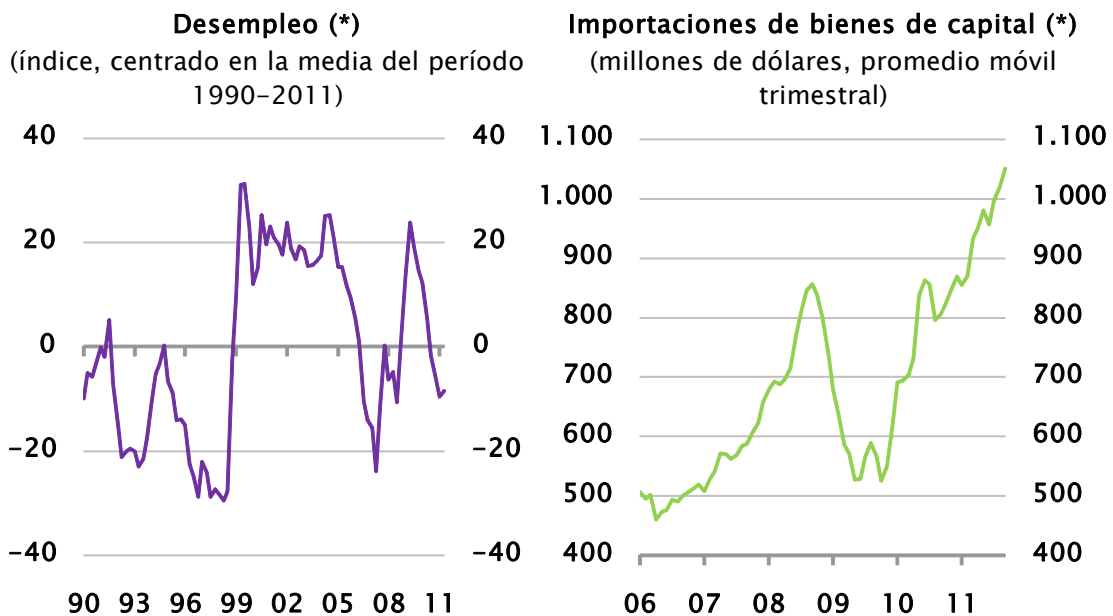
**Gráfico 7**  
**Tasas de política monetaria (1)**  
 (porcentaje)



(1) Promedio simple de las tasas de política monetaria de cada grupo de países. (2) Considera EE.UU., Eurozona y Japón. (3) Considera Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Sudáfrica.

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.

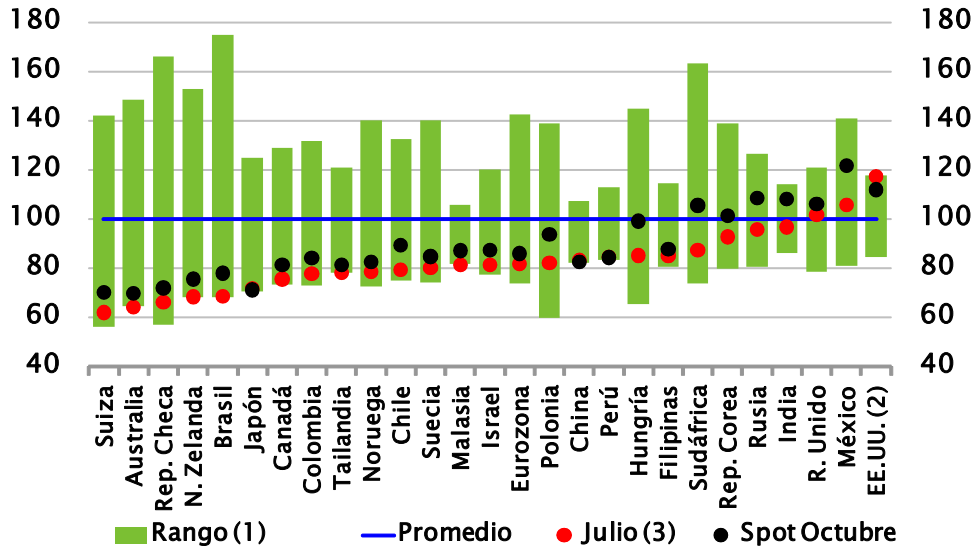
**Gráfico 8**



(\*) Series trimestrales desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Ricaurte, M. 2011. "Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Marzo.

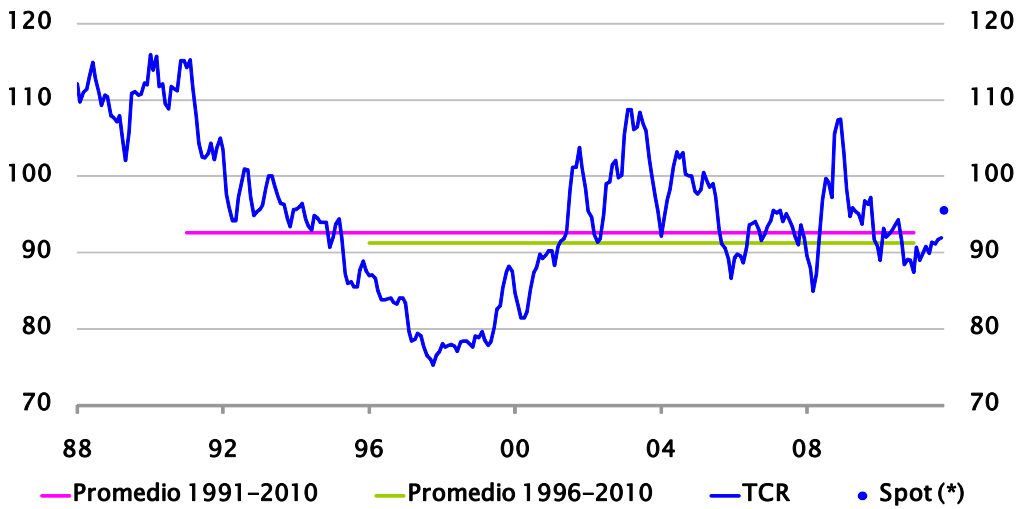
Gráfico 9  
**Tipo de cambio nominal en el mundo**  
 (índice 01/ene/00–18/oct/11=100)



(1) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado. (2) Considera el índice Broad. (3) Al 27 de julio de 2011.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

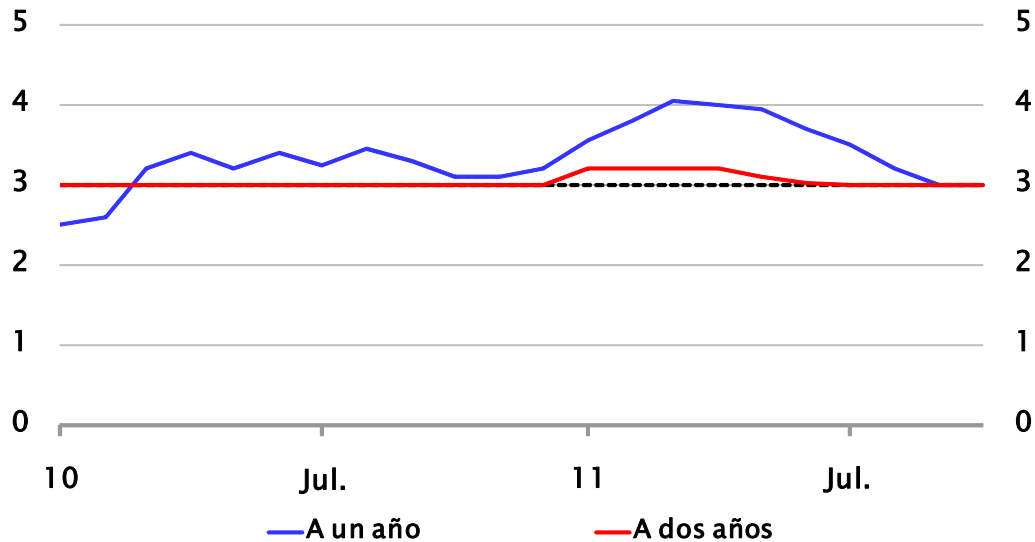
Gráfico 10  
**Tipo de cambio real**  
 (índice 1986=100)



(\*) Corresponde al valor del TCR considerando el tipo de cambio observado del 18 de octubre de 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11  
**Expectativas de inflación (\*)**  
 (variación anual, porcentaje)

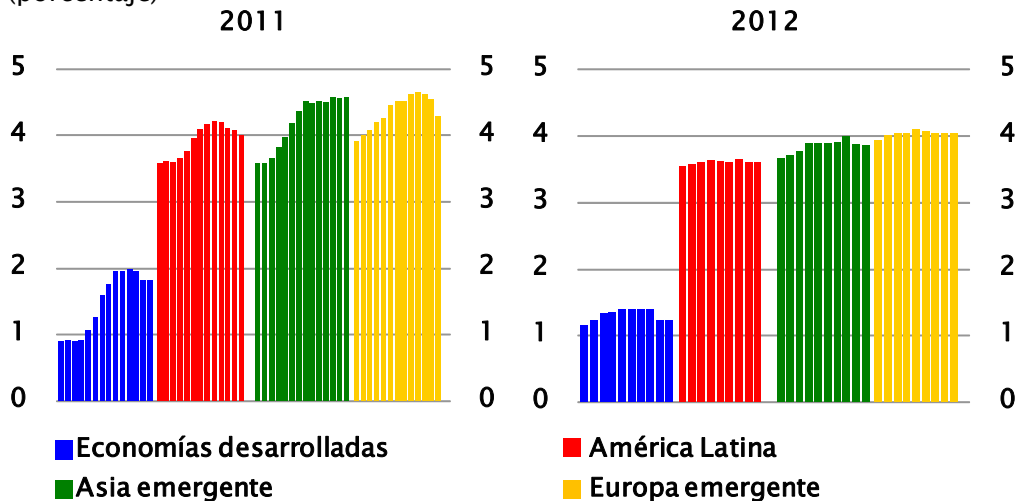


(\*) Considera la Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

**Proyecciones de inflación de Consensus Forecasts (\*)**  
 (porcentaje)



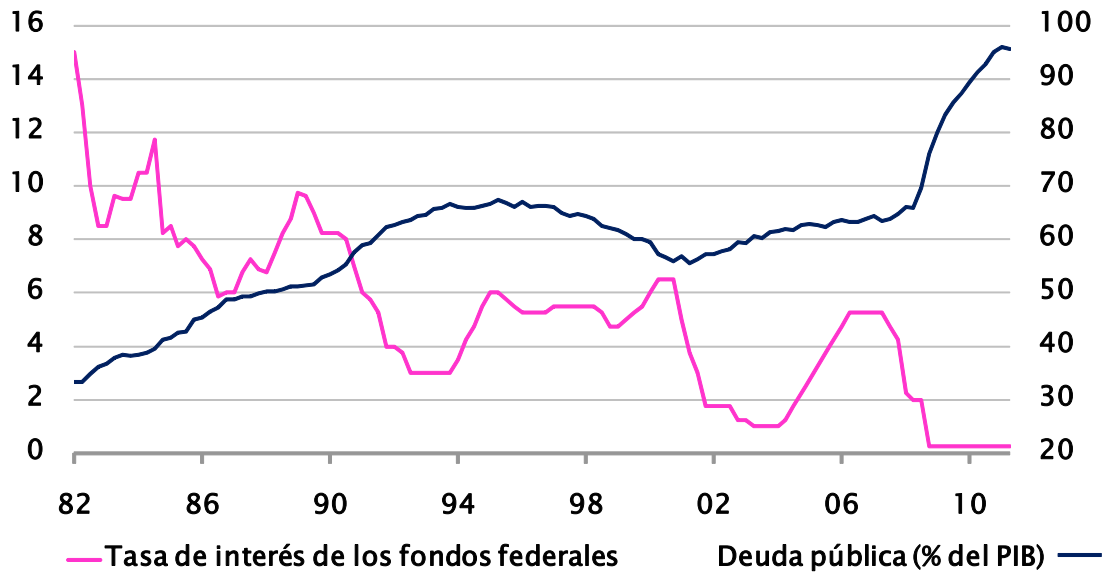
(\*) Para el 2011, corresponde a las proyecciones de CF entre septiembre 2010 y septiembre 2011. Para el 2012, a partir de enero del 2011. Se calculan promedios geométricos de las inflaciones promedio anuales proyectadas para las economías de cada región, a excepción de América Latina, que corresponde a la proyección a la inflación de diciembre a diciembre. Economías desarrolladas incluye a Estados Unidos, Japón y Eurozona; América Latina incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Asia emergente incluye a China, India, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán. Europa emergente incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia. Economías desarrolladas y Asia emergente considera información hasta octubre del 2011; América Latina y Europa emergente hasta septiembre del 2011.

Fuente: Consensus Forecasts.



Gráfico 13

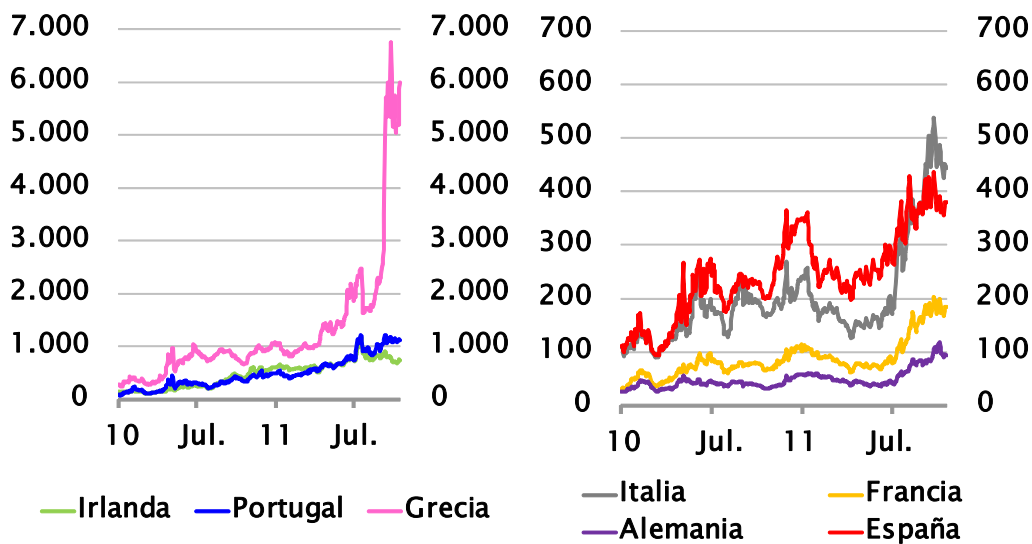
EE.UU.: Tasa de interés de los fondos federales y deuda pública (porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, Departamento de Análisis Económico y Departamento del Tesoro de EE.UU.

Gráfico 14

Premios por riesgo soberano (\*) (puntos base)

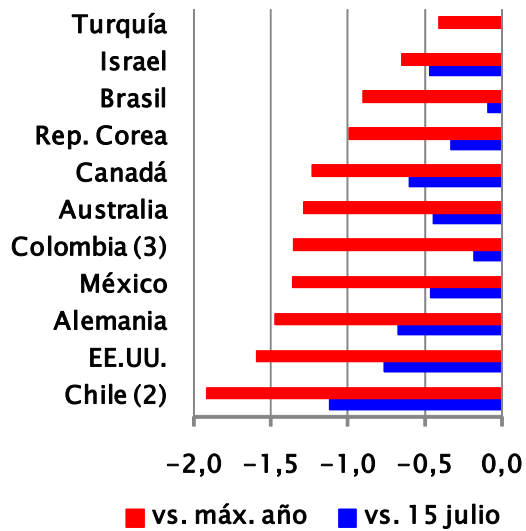


(\*) Medidos a través de los premios CDS a 5 años.

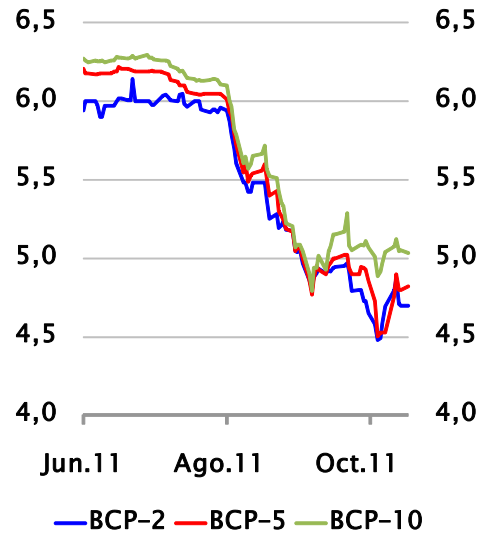
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15

Variación de las tasas de interés nominales de largo plazo (1)  
(puntos porcentuales)



Chile: Tasas de interés nominales  
(porcentaje)



(1) Corresponde a cambios en las tasas nominales de bonos genéricos a 10 años, salvo que se indique lo contrario. Variaciones al 18 de octubre de 2011. (2) Corresponde a las tasas del BCP a 10 años calculado por el Banco Central de Chile. Variaciones al 17 de octubre de 2011. (3) Corresponde a tasas de bono genérico a 15 años.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.