



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

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
30 de marzo de 2015

*El *Informe de Política Monetaria* de marzo del 2015 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Andrés Zaldívar. Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Esta visión está contenida en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de marzo de 2015.

No puedo comenzar mi presentación sin antes expresar la solidaridad del Banco Central con los compatriotas que han sufrido las inclemencias de la naturaleza en los últimos días. Las imágenes e informaciones que hemos recibido de la catástrofe que ha azotado la zona norte de nuestro país son devastadoras y nos llenan de preocupación.

En los últimos meses, la inflación ha sido superior a la prevista en diciembre, con lo que persiste por sobre 4 por ciento. El escenario base de este IPoM contempla, además, un retorno más lento al rango meta que el proyectado a fines de 2014. La depreciación del peso sigue siendo el principal factor detrás de la dinámica de los precios, lo que, sumado a la indexación y a un mercado laboral menos holgado que lo esperado, llevó a la medida subyacente —el IPCSAE, que corresponde al IPC descontado los precios de los alimentos y la energía— desde 4,3 a 4,7 por ciento anual entre noviembre y febrero. No obstante, el menor precio del petróleo en el mercado internacional y su traspaso a los precios internos contribuyó a reducir el crecimiento anual de la inflación del IPC, que pasó de 5,5 por ciento en noviembre a 4,4 por ciento en febrero (gráfico 1).

Las cifras recientes de inflación han sorprendido al mercado, que había tomado una posición marcadamente a la baja respecto de la evolución de los precios; incluso por debajo de lo previsto por nosotros en el IPoM de diciembre. Así, la inflación esperada por el mercado para fines de 2015 se ha corregido hacia cifras algo por sobre 3 por ciento, al igual que la inflación a un año plazo. A su vez, las expectativas a dos años plazo se mantienen ancladas en 3 por ciento (gráfico 2).

La actividad y el gasto, en cambio, han evolucionado de acuerdo con lo previsto en diciembre. Al igual que en esa ocasión, el escenario base que detallaré en unos momentos proyecta una recuperación gradual que tomará mayor fuerza hacia el segundo semestre del año.

En consonancia con este escenario y con la comunicación del Consejo, las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) han eliminado nuevos recortes y, en algunos casos, apuntan a que un ciclo de alzas comenzaría a fines de 2015.

Ahora, permítanme detallarles el escenario macroeconómico que consideramos más probable para los próximos trimestres y los riesgos inherentes a él.

Escenario macroeconómico

El entorno externo y sus riesgos continúan mayormente determinados por el inminente proceso de normalización monetaria en Estados Unidos. Los cambios en las perspectivas sobre el momento en que este comenzará y su velocidad han tenido efectos significativos en los mercados financieros internacionales. Por el contrario, en la Eurozona y en otras economías desarrolladas y emergentes la expansividad de la política monetaria ha aumentado, en gran parte como repuesta a las menores cifras efectivas de inflación y sus reducidas perspectivas de mediano plazo. Este panorama de menor inflación contrasta con lo observado en Chile y América Latina en general.

En cuanto a la Eurozona, su actividad mostró una trayectoria más estable hacia fines de 2014, liderada por Alemania. Cifras adelantadas del primer cuarto auguran que esta economía seguirá siendo el principal impulsor del bloque. También resalta que en 2014 España registró cifras de actividad positivas, luego de tres años en recesión. Por el contrario, Italia y Francia siguen con magros resultados. Con estos antecedentes, en los últimos meses se han elevado las perspectivas de crecimiento para la región. En nuestro escenario base, esperamos que la Eurozona crezca 1,5 por ciento este año, cifra que situábamos en 1 por ciento en diciembre. No obstante, hay ciertos riesgos sobre su desempeño dada la coyuntura política, en especial por lo que suceda con Grecia.

Sobre América Latina, resalta el marcado deterioro de su panorama económico, hecho en que se combina el menor precio de las materias primas y, en algunas economías, sus desequilibrios de gasto público y privado. Así, mientras las principales economías de la región crecieron en promedio cerca de 4 por ciento entre 2010 y 2013, se expandieron en solo 0,7 por ciento en 2014 y se prevé crecerán 0,8 por ciento en 2015. Por países, la mayor corrección en las proyecciones se observa en Brasil, economía que el mercado proyecta tendría una caída de 0,7 por ciento en su PIB durante 2015, su peor desempeño en varios años.

La mayor fortaleza relativa de Estados Unidos junto con el cada vez más próximo inicio de la normalización de su política monetaria, ha generado una significativa apreciación del dólar en los últimos trimestres. Por cierto, la información sobre la evolución coyuntural de la economía estadounidense y la propia comunicación de la Reserva Federal han introducido vaivenes importantes en el valor del dólar en las últimas semanas. Ello se ha reflejado en movimientos relevantes de gran parte de las monedas en el mundo. En el caso del peso chileno, a mediados de marzo se cotizó por sobre 640 pesos por dólar, reduciéndose luego a niveles más cercanos a 620 pesos por dólar al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 3).

El ciclo de depreciación del peso iniciado en 2013 ha destacado por ser el más prolongado de la última década y por darse en el contexto de una desaceleración gradual de la economía y no de una recesión abrupta. Este es uno de los principales factores que explican el que la inflación se mantenga por sobre 4 por ciento. Los datos indican que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación ha estado en línea con los patrones históricos, aunque en la parte superior de las estimaciones disponibles.

Además, la depreciación del peso ha tenido una temporalidad distinta a la de la mayoría de las economías emergentes o exportadoras de materias primas. El ajuste más temprano que realizó la economía chilena, tanto en términos de gasto privado como de reacción de política monetaria, llevó a que durante gran parte de 2014 la moneda chilena fuera una de las más depreciadas a nivel global. Luego, en la medida que el resto de las economías emergentes ingresó a un ciclo de ajuste más marcado, dichas diferencias se redujeron e incluso el peso se apreció multilateralmente (gráfico 4). En marzo el tipo de cambio real se ubica algo por sobre su promedio de las últimas dos décadas (gráfico 5).

La actividad interna ha evolucionado acorde con lo previsto en diciembre, aunque el año pasado cerró con un crecimiento algo mayor al proyectado en el IPoM previo: 1,9 por ciento. Revisiones de cifras antes publicadas y un cuarto trimestre con algo de mayor expansión explicaron este resultado. Los datos parciales del primer trimestre siguen mostrando un crecimiento moderado de la actividad, aunque sin duda superior a las tasas que mostró desde mediados de 2014.

Por el lado de la demanda tampoco se aprecian mayores novedades respecto de fines del año pasado. Descontados factores puntuales, el consumo y la inversión siguen con un desempeño débil. El consumo durable y la inversión en maquinaria y equipos persisten con incrementos anuales bajos o negativos, aunque con mayor estabilidad en el margen. Destaca, de todos modos, el mayor impulso del gasto fiscal, en particular en inversión pública, y el efecto positivo de la depreciación del peso en el desempeño productivo de algunos sectores transables.

El mercado laboral sigue mostrando una fortaleza mayor que la prevista. La tasa de desempleo, aunque con un aumento en el margen, continúa en niveles bajos. El crecimiento anual del empleo asalariado ha vuelto a subir en los últimos meses, aunque la creación de empleo en los sectores más sensibles al ciclo ha seguido baja. A su vez, los salarios nominales siguen creciendo a tasas elevadas, en parte por estar indexados a la inflación pasada (gráfico 6). Si bien el bajo nivel de desocupación parece discordante con el estado del ciclo económico, hay algunos factores de tipo estructural que podrían explicar tasas de desempleo menores que los promedios históricos, como los cambios en la composición demográfica de la fuerza laboral (gráfico 7).

Respecto de las proyecciones, en el escenario base el crecimiento del PIB en 2015 será superior al de 2014 y se situará entre 2,5 y 3,5 por ciento, sin cambios respecto de lo considerado en diciembre. En esta proyección, el crecimiento seguirá por debajo del de mediano plazo de la economía, que estimamos está entre 4 y 4,5 por ciento. Además, considera que en la primera mitad del año la economía tendrá tasas de expansión similares al promedio de los últimos meses, con un proceso de recuperación que se hará más evidente hacia fines de 2015.

El crecimiento de la demanda interna final —sin existencias— se ajusta a la baja respecto de lo anticipado en diciembre. Ello se explica por una recuperación más lenta que lo esperado tanto del consumo privado como de la inversión, en particular de los componentes importados. Con esto, el crecimiento de la demanda interna total se reduce a 2,5 por ciento anual. En el caso del consumo privado, se agrega un menor consumo de bienes durables,

debido a la depreciación del peso, y a un menor crecimiento de los salarios reales, ante la corrección al alza de la inflación proyectada. En la inversión, se añade la revisión a la baja del catastro de la Corporación de Bienes de Capital de las intenciones de inversión para 2015. Con ello, medido en términos reales, la Formación Bruta de Capital Fijo llegará a 23,7 por ciento del PIB este año.

En esta proyección, el ahorro nacional bruto aumentará a 21,5 por ciento del PIB en 2015. Esto, reflejo de un aumento del ahorro privado en los últimos trimestres. El mayor ahorro nacional ha ayudado a que la cuenta corriente siga reduciéndose. Así, estimamos que este año tendrá un valor cercano a 0 por ciento del PIB (tabla 1).

En el plano externo, esta proyección considera que el crecimiento de los socios comerciales para el bienio 2015-2016 será mayor que el de años previos. Los términos de intercambio mejorarán, de la mano de una caída del precio del petróleo, cuyo impacto supera el del ajuste a la baja en el precio del cobre. En el escenario base, el precio del cobre promediará 280 centavos de dólar la libra en 2015 y 2016. En el mismo período, el precio del petróleo Brent promediará 62 dólares el barril y el del petróleo WTI promediará 55 dólares el barril (tabla 2).

Otro elemento que cooperará a que la actividad y demanda interna retomen un mayor crecimiento es que la política monetaria continúa agregando un impulso significativo a la economía, ayudando a mantener las tasas de mediano y largo plazo en sus niveles mínimos históricos o cercanos a ellos (gráfico 8). Asimismo, se proyecta que la política fiscal aportará al crecimiento del gasto de manera relevante durante este año, especialmente a través del aumento de la inversión pública.

Como es habitual, nuestras proyecciones se basan en un conjunto de supuestos, siendo uno muy relevante el de una recuperación de las expectativas de consumidores y empresas. A este respecto, datos recientes muestran una leve corrección al alza en estos indicadores, los que sin embargo, permanecen en niveles claramente pesimistas. A su vez, la información recogida en el Informe de Percepciones de Negocios, que trimestralmente publica el Banco, apunta a expectativas de un acotado desempeño de los negocios en 2015, con planes de inversión enfocados mayormente a la reposición de capital.

En cuanto a la inflación, en el escenario base el crecimiento del IPC se mantendrá por sobre 4 por ciento anual por algunos meses más, acercándose a 3 por ciento en el curso de 2016. Para el IPCSAE, nuestra medida preferida de inflación subyacente, la proyección para 2015 se corrige al alza y se espera que durante 2016 se ubique en torno a 3 por ciento y fluctúe alrededor de ese valor hasta el fin del horizonte de proyección (gráfico 9).

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses estará en la parte alta de los patrones históricos; que los salarios reales tendrán ajustes acordes con la productividad; y que se mantendrán holgadas de capacidad en el horizonte de proyección. Sobre el tipo de cambio real, se utiliza como supuesto metodológico que seguirá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con el estado del ciclo económico y sus fundamentos de largo plazo. Respecto de la Tasa de Política Monetaria, al cierre estadístico de este IPoM

las expectativas de mercado mostraban diferencias respecto de su evolución en 2015. Las encuestas indicaban que la tasa se mantendrá en 3 por ciento durante todo el año, para subir durante 2016. Por su parte, los precios de los activos financieros apuntaban a que comenzará a subir en el segundo semestre de 2015. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria algo por sobre lo implícito en las encuestas (gráfico 10).

Como es habitual en nuestras proyecciones, el escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

En lo externo, existen varios elementos que podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos en el costo de financiamiento, la paridad cambiaria y el panorama de inflación de corto plazo. Por un lado, sorpresas relevantes sobre el momento o la velocidad con que la Reserva Federal aumente su tasa de referencia pueden provocar volatilidades significativas en los mercados financieros globales, con alzas de las tasas de interés y una apreciación aún más marcada del dólar. En este escenario, no se puede descartar que, adicionalmente, observemos una recomposición abrupta de portafolios, dado el bajo nivel de las tasas de largo plazo y el elevado valor bursátil en Estados Unidos. Aunque la comunicación más reciente de la Reserva Federal ha atenuado la posibilidad de cambios bruscos, el riesgo sigue presente. Por otro lado, está la situación por la que atraviesan algunas economías emergentes, cuyo escenario macroeconómico se podría complicar más si se prolongan los bajos precios de sus materias primas. Para América Latina este riesgo toma mayor relevancia, toda vez que se agregan factores económicos y políticos complejos. Además, en varias economías de la región, persisten los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. No es el caso de Chile, cuyo marco de políticas le ha permitido un oportuno ajuste macroeconómico en el último año y medio.

Se agregan los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y parte de Europa, con los que, lamentablemente, hemos convivido ya por un buen tiempo. En esta última región, se añade la situación de Grecia y los vaivenes que han caracterizado los acuerdos para el financiamiento de su deuda. Por el lado positivo de los riesgos, también puede ser que el proceso de recuperación tome más fuerza en la Eurozona, dando un mayor impulso a la economía mundial y chilena. Asimismo, es posible que el efecto del menor precio del petróleo sobre la economía global supere lo previsto y también que el precio del crudo permanezca en niveles bajos por más tiempo. Por último, persiste el riesgo asociado a un menor crecimiento en China y sus implicancias en el precio del cobre. El estado de su sistema financiero y su sector inmobiliario siguen siendo los principales focos de atención.

En el ámbito local, el principal riesgo dice relación con la evolución de la inflación, en particular por la sostenida depreciación cambiaria y su efecto acumulado en los costos. Esto, en un contexto de márgenes que parecen más acotados dado el alto crecimiento anual de los salarios nominales y que en algunos sectores el traspaso de los menores precios de los combustibles ha sido acotado. De este modo, la concreción de un escenario de riesgo externo que provoque una depreciación significativa adicional del peso puede tener efectos

de magnitud importante en el panorama de inflación de corto plazo, los que dependerán del estado cíclico de la economía.

Por otro lado, también es posible que, pese a que en lo más reciente se observa un mejor desempeño de la actividad y el gasto interno en comparación con trimestres anteriores, las expectativas privadas no mejoren lo suficiente para estimular un mayor gasto, especialmente en la inversión. Por el contrario, un escenario donde las expectativas se recuperan con mayor fuerza que la prevista permitiría un mayor dinamismo de la actividad. Lo mismo sucedería si el aumento del ingreso nacional tiene mayores efectos en el gasto, en un contexto de cuentas externas más holgadas.

Evalrados estos riesgos, estimamos que, aunque los riesgos locales se han moderado, el balance de riesgos para la actividad sigue siendo a la baja. A su vez, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

Permítanme unas reflexiones finales.

Reflexiones finales

Durante el último tiempo, la economía chilena ha respondido a los grandes cambios en el entorno local y externo, realizando un importante ajuste. El gasto interno pasó de crecer de un promedio anual sobre 8 por ciento en 2011 y 2012, a 3,7 por ciento en 2013 y a un descenso de 0,6 por ciento en 2014, con importantes contracciones en este último año en el gasto en bienes importados, especialmente en los de consumo durables e inversión en maquinaria y equipos. Esto ayudó a que el déficit de cuenta corriente, que a mediados de 2013 se pensaba bordearía el 5 por ciento del producto, se haya reducido a 1,2 por ciento del PIB el año recién pasado y se proyecte casi en equilibrio para 2015. Más allá de la discusión respecto de qué *shock* provocó el ajuste, es indudable que el proceso ha sido sano, como lo atestigua, por ejemplo, el comportamiento del mercado laboral, con una tasa de desempleo que durante este tiempo no ha excedido el 6,5 por ciento.

No tengo la menor duda respecto del rol fundamental que el marco de políticas económicas de nuestro país ha jugado en esto. Un sector bancario sólido y bien regulado, ha permitido que el crédito continúe fluyendo de manera dinámica hacia las actividades que lo necesitan. La política fiscal basada en una regla que determina el gasto público abstrayéndose de los vaivenes cíclicos, ha permitido llevar adelante un programa de gasto relevante sin poner en riesgo las finanzas públicas.

Desde el Banco Central, hemos colaborado con la suavización del ciclo, recortando agresivamente y oportunamente la Tasa de Política Monetaria en 200 puntos base, ayudando, así, a que las tasas de mediano y largo plazo se sitúen en mínimos históricos o cercanos a ellos. Finalmente, pero no por eso menos importante, el sistema de libre flotación cambiaria ha permitido que el tipo de cambio se deprecie en términos reales casi 11 por ciento respecto de su nivel más bajo de 2013, contribuyendo al ajuste de la cuenta corriente y ayudando a la competitividad de nuestro sector exportador.

Dicen que lo obvio, por obvio se calla y por callado se olvida. Por eso he creído relevante, especialmente en medio de un ambiente que a ratos se torna abrumadoramente pesimista, destacar lo bien equipada que se encuentra nuestra economía para lidiar con situaciones adversas. Creo que la comparación con otras economías del continente, que al igual que nosotros han sufrido el embate de la baja del precio de las materias primas, es reveladora: la mayoría de ellas tiene altos déficits de cuenta corriente y varias muestran situaciones fiscales, al menos, preocupantes. En muchas de ellas, los altos niveles de dolarización o de descalce de monedas en el sector financiero, coartan los espacios para un ajuste cambiario y obligan a sus autoridades a usar instrumentos menos eficientes para lograr sus objetivos. La realidad en Chile es distinta: el ajuste de la economía fue más temprano que en otros países y ha tenido una adecuada rapidez y profundidad. Esta situación nos permite mirar este 2015 y los años venideros con mayor tranquilidad.

En este contexto, y tal como preveíamos en diciembre, el crecimiento del producto ha tendido a estabilizarse en niveles en torno a 2,5 por ciento anual, un nivel bajo, pero que de acuerdo con nuestro escenario base debería incrementarse gradualmente durante el año. Eso sí, nuestro escenario base contempla, entre otros supuestos, que el mayor dinamismo vendrá aparejado de una mejora en las expectativas de los agentes. Como hemos mencionado en ocasiones anteriores, este es un punto sensible y cuya concreción requiere de la colaboración de todos. También se debe considerar que los terribles desastres naturales que ha sufrido el norte de nuestro país en los últimos días tendrán algún efecto en las cifras de actividad que se conocerán en los próximos meses, los que por el momento desconocemos y que deberán ser aquilatados con el paso del tiempo.

Por otra parte, como muy bien lo sabemos, todo proceso de ajuste tiene costos. En nuestro caso, el costo asociado a este proceso de ajuste ha sido la mayor inflación. Durante los últimos meses la inflación ha estado por sobre lo previsto y estimamos que se mantendrá por sobre 4 por ciento por un tiempo más prolongado. Ello está fuertemente influenciado por la depreciación del peso, que ha sido mayor y más persistente que lo estimado previamente. Así, aunque entendemos que la mayor inflación es parte del proceso de ajuste que he descrito previamente, quiero ser claro en que los niveles alcanzados por esta variable han sido mayores a los proyectados, y que el hecho de que la inflación se ubique por varios meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia es una situación que no nos deja conformes.

Es por eso que reitero el férreo compromiso del Consejo del Banco Central de Chile por velar por la estabilidad de los precios, compromiso que supone introducir los cambios que sean necesarios a la política monetaria con tal de asegurar la convergencia de la inflación al nivel objetivo dentro del horizonte de proyección.

En el escenario base, proyectamos que el tipo de cambio se estabilizará, de modo que sus efectos sobre los precios disminuyan, permitiendo que la inflación converja lentamente hacia su nivel objetivo. También contribuirán a la convergencia de la inflación el que las brechas de capacidad continuarán ampliándose, toda vez que la economía seguirá creciendo bajo su potencial por algún tiempo, y el que los impactos de la indexación y de la Reforma Tributaria sobre los precios tenderán a disminuir en importancia. Se agrega la contribución

que hará un ambiente de baja inflación a nivel global sobre los precios en dólares de los productos importados.

Como supuesto de trabajo, nuestras proyecciones asumen que para asegurar la convergencia de la inflación, la Tasa de Política Monetaria se ubicará algo por sobre lo implícito en las encuestas. Esto es, en el escenario más probable, no deberían verse recortes adicionales. Asimismo, más bien hacia fines de año, deberíamos estar discutiendo el momento adecuado para el inicio de la normalización del impulso monetario. Por cierto, si las actuales tendencias inflacionarias terminan siendo más profundas y persistentes que lo anticipado, esta discusión podría adelantarse. Lo inverso sucedería si dichas tendencias prueban ser más tenues que lo proyectado.

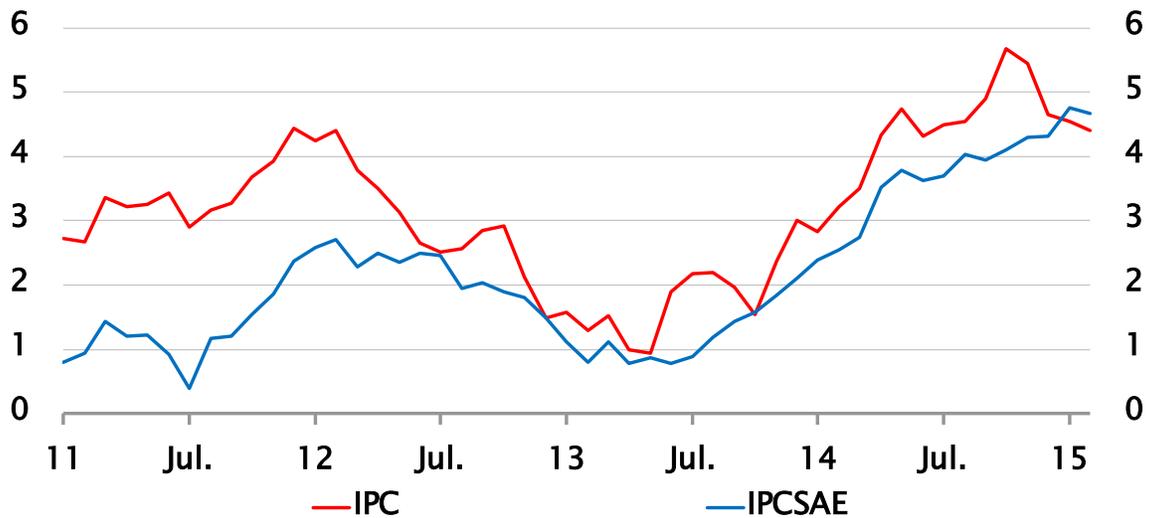
Quisiera terminar mis palabras recordando que estos han sido años de grandes cambios en la economía mundial. Por una parte, con posterioridad a la crisis financiera de 2008 y 2009, los mayores bancos centrales del mundo debieron recurrir a políticas no convencionales para sacar adelante sus alicaídas economías, inundando al mundo con niveles de liquidez nunca antes vistos y con el consecuente aumento del precio de los activos financieros. Hoy, el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos es inminente, lo que acentuará las divergencias con otras economías desarrolladas cuyos ciclos van más retrasados. Por otra parte, después de años en que el crecimiento del precio de las materias primas parecía no tener fin, hemos visto como el llamado súper ciclo de los *commodities* se acaba, y con él, el boom de inversión y de ingresos con que vivimos buena parte de la última década.

Estas dos situaciones plantean importantes desafíos para las economías emergentes y para Chile en particular. En el corto plazo, es muy probable que veamos un ambiente de mayor volatilidad financiera, incluyendo fluctuaciones en el valor del tipo de cambio más allá de lo usual. Esto podría complicar el panorama inflacionario, al menos en corto plazo, dada la fuerte dependencia que tiene la inflación a las fluctuaciones del tipo de cambio nominal en ese plazo. Los impactos que estas situaciones de mayor volatilidad puedan tener en la trayectoria de inflación a plazos más largos y, por cierto, más relevantes para la política monetaria, son difíciles de predecir, ya que dependen de múltiples factores, como el estado cíclico de la economía y las expectativas, que sopesaremos para tomar nuestras decisiones.

Por cierto, estos no son los únicos desafíos que estas transiciones plantean. Necesitaremos una economía flexible que permita reasignar recursos de manera rápida y eficaz desde aquellos sectores que pierden atractivo hacia los que lo aumentan; un sistema financiero que sepa sopesar los riesgos y ayudar a crecer a los nuevos emprendimientos; y deberemos redoblar los esfuerzos para mejorar nuestra productividad, entre otras cosas. La buena noticia es que, como mencioné hace unos minutos, contamos con un marco de política macroeconómica adecuado para hacer frente a cambios en el entorno externo y con una economía que, después de hacer un importante ajuste, se encuentra hoy sin desbalances relevantes. Es por esto que creo que, sin olvidar que somos una economía pequeña y muy abierta y, por lo tanto, siempre expuesta a *shocks* externos, podemos mirar hacia adelante con confianza.

Muchas gracias.

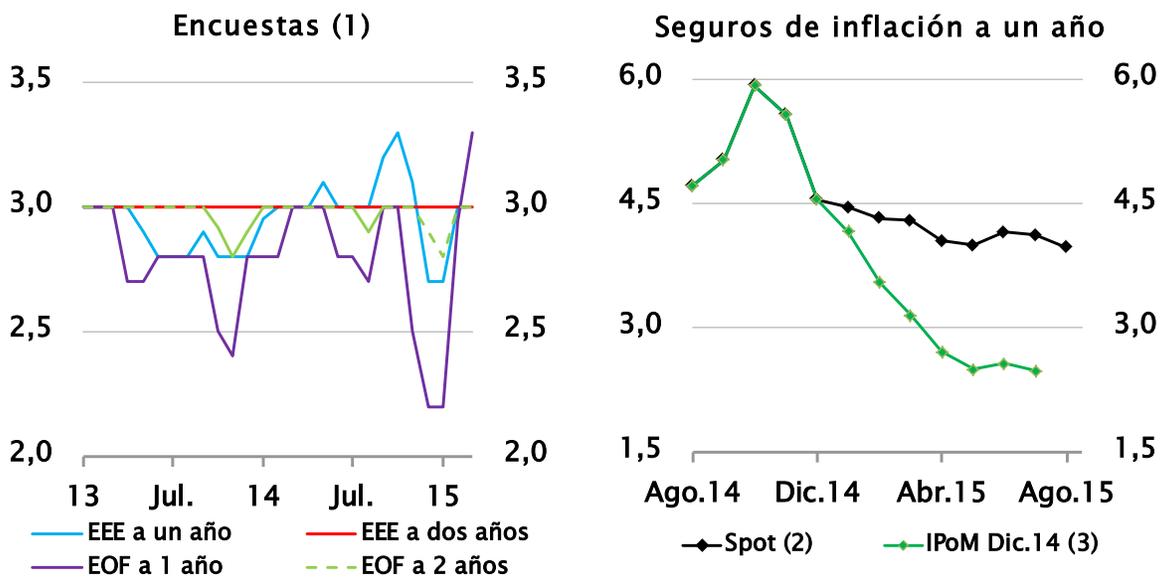
Gráfico 1
Inflación (*)
 (variación anual, porcentaje)



(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

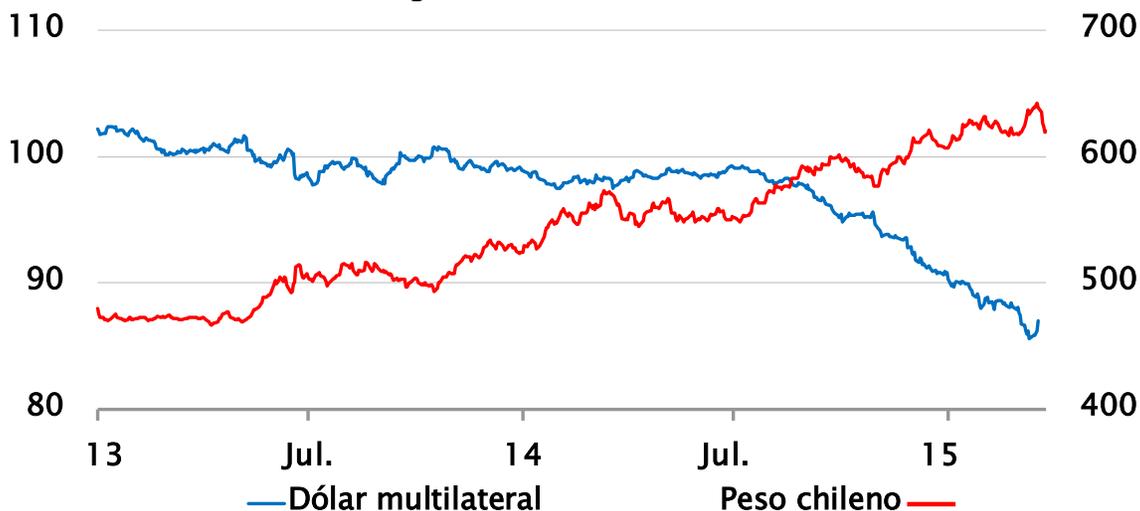
Gráfico 2
Expectativas de inflación
 (variación anual, porcentaje)



(1) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de marzo del 2015 que se considera la segunda. (2) Considera datos al 27 de marzo del 2015. (3) Considera datos al 11 de diciembre del 2014.

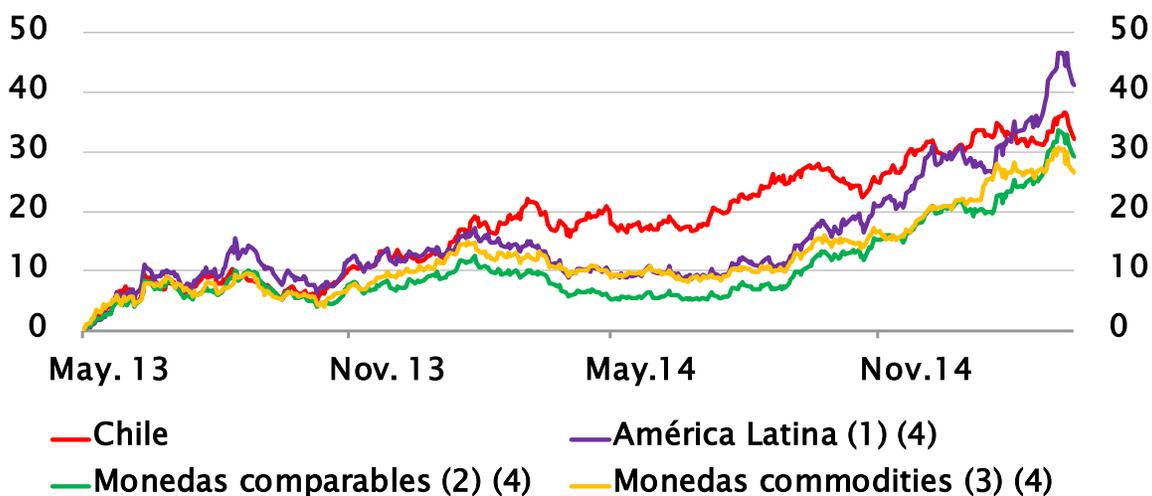
Fuentes: Banco Central de Chile y Tradition Chile Agentes de Valores Limitada.

Gráfico 3
Tipo de cambio nominal
 (índice 2013=100; serie original)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

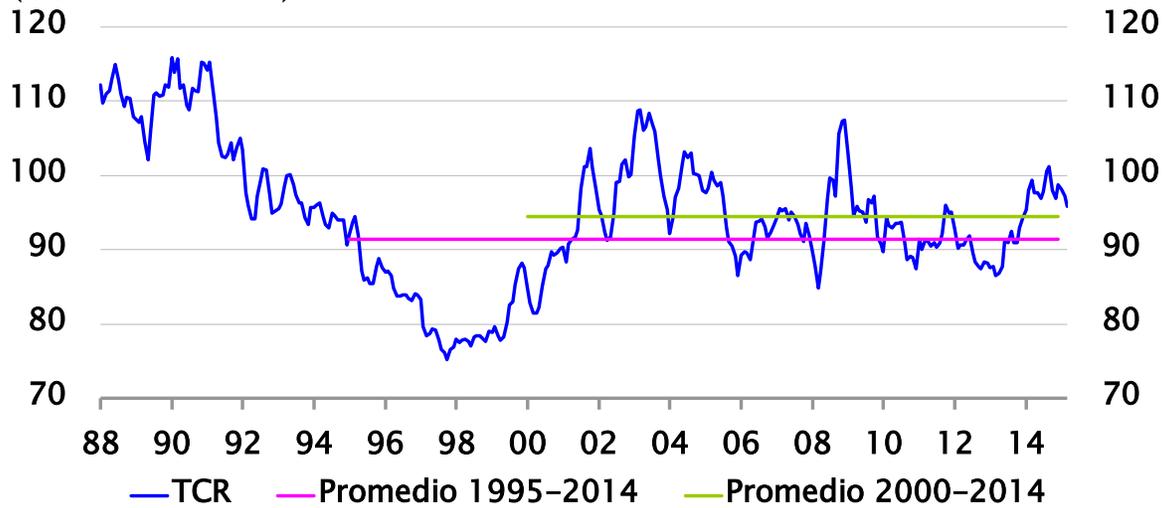
Gráfico 4
Tipo de cambio nominal
 (variación acumulada, porcentaje)



(1)América Latina: Brasil, Perú, México y Colombia. (2)Monedas Comparables: Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, República Checa, Turquía, Israel y Polonia. Economías emergentes y monedas con tipo de cambio flotante según "Statistical Handbook", Moodys mayo 2012. (3)Monedas Commodities: Sudáfrica, Nueva Zelanda, Canadá y Australia. (4) Ponderadores WEO octubre 2014.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 5
Tipo de cambio real (*)
 (índice 1986=100)



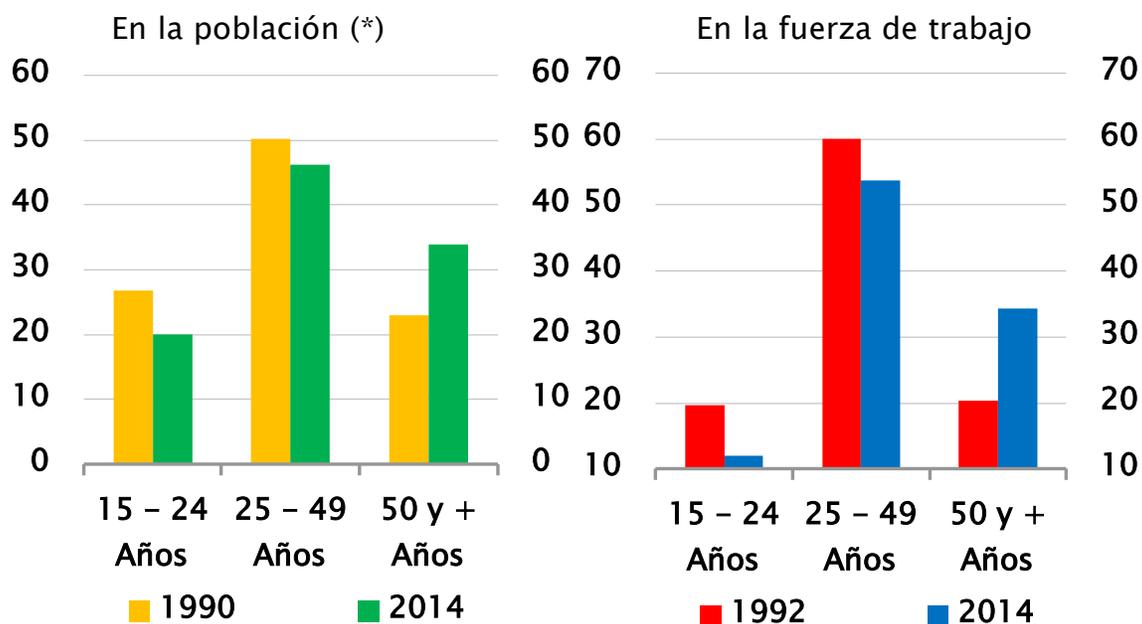
(*) Cifra de marzo del 2015 incluye información hasta el 25.
 Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6
Tasa de desempleo y empleo asalariado
 (porcentaje; variación anual, porcentaje)



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

Gráfico 7
Participación por tramo de edad
(porcentaje)



(*) Se calcula en base a la población mayor de 15 años.
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2013	2014 (e)		2015 (f)	
		IPoM Dic.14	IPoM Mar.14	IPoM Dic.14	IPoM Mar.14
PIB	4,2	1,7	1,9	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,7	-0,6	3,0	2,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,4	0,5	2,6	2,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,2	-6,1	1,9	1,2
Consumo total	5,5	2,4	2,5	2,8	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	1,4	0,7	4,0	3,4
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-5,9	-7,0	3,7	2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,6	-1,2	-1,1	-0,3
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	19,7	20,3	20,8	21,5
IPC diciembre	3,0	4,8	4,6	2,8	3,6
IPCSAE diciembre	2,1	4,3	4,3	2,8	3,4

(e) Estimación. (f) Proyección.

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

Tabla 2

Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (e)		2015 (f)		2016 (f)	
		IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar.15
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales	3,5	3,2	3,3	3,5	3,4	3,9	3,8
PIB mundial a PPC	3,1	3,2	3,3	3,5	3,5	3,9	3,8
Estados Unidos	2,2	2,3	2,4	3,0	3,0	3,1	3,0
Eurozona	-0,4	0,8	0,9	1,0	1,5	1,5	1,9
Japón	1,6	0,3	0,0	1,3	1,1	1,4	1,5
China	7,7	7,4	7,4	7,1	7,0	6,9	6,7
India	5,0	5,6	7,0	6,3	7,2	6,5	7,3
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	3,6	3,6	4,3	4,2	4,8	4,6
América Latina (excl. Chile)	2,3	1,1	0,7	1,9	0,8	3,0	2,1
		(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	311	311	295	275	285	285
Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barril)	103	96	96	67	55	71	62
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-3,0	-1,1	-1,4	1,7	1,4	-2,1	-0,2

(e) Estimación

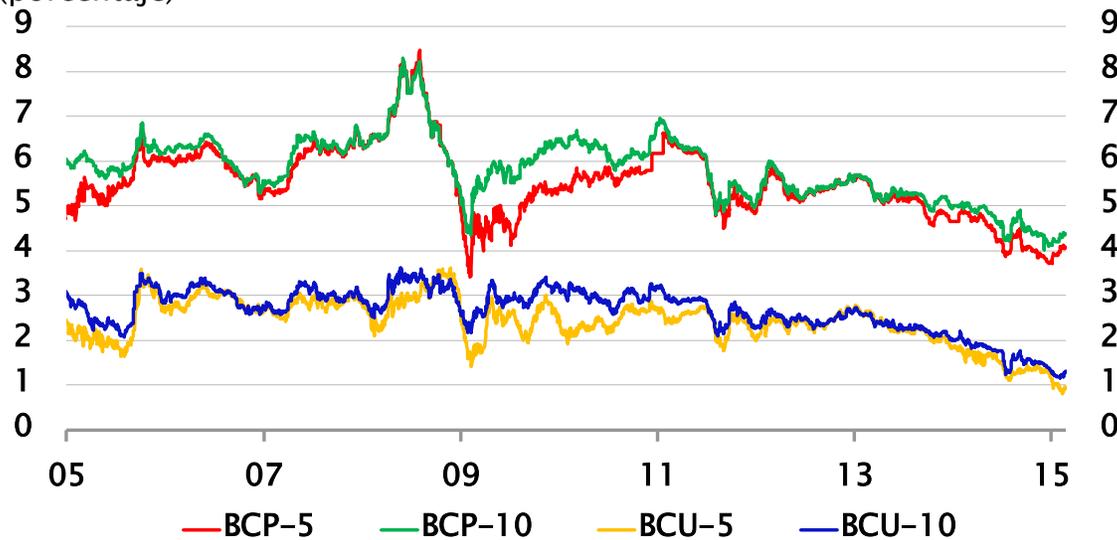
(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Bloomberg, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico 8

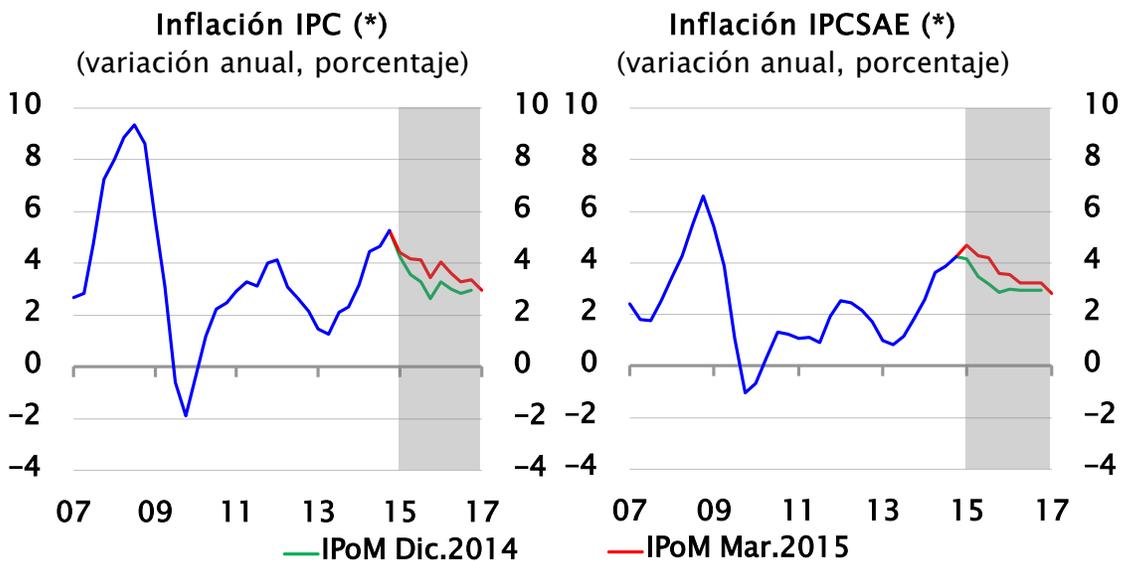
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile

(porcentaje)



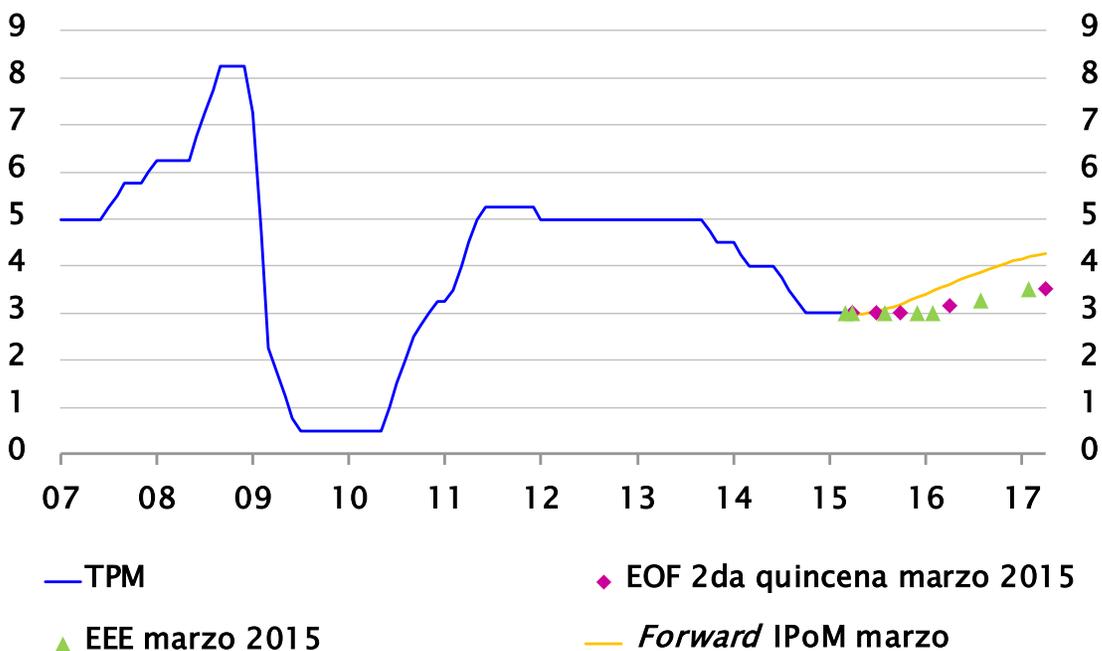
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9



(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 10
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

