



**PRESENTACIÓN DE LOS INFORMES DE POLÍTICA  
MONETARIA Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA  
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL  
HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA\***

Rodrigo Vergara  
Presidente  
Banco Central de Chile  
3 de junio de 2015

---

\*El *Informe de Política Monetaria* de junio de 2015 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2015 se pueden 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 y financieros recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria y financiera. Esta visión está contenida en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de junio de 2015 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre de 2015.

El escenario macroeconómico muestra cambios menores respecto de lo previsto en marzo. La inflación anual descendió entre febrero y abril, pero su nivel sigue por sobre 4 por ciento. La actividad y la demanda siguen creciendo a un ritmo moderado. El primer trimestre fue mejor que lo previsto, pero según los datos más recientes el resto del año sería algo menos dinámico que lo estimado previamente.

En lo externo, el panorama de crecimiento global tampoco mostró cambios mayores. Destacó el inicio de año más débil en Estados Unidos y la consolidación de las mejores perspectivas en Europa. El dólar perdió parte de la fortaleza ganada durante los primeros meses del año, al tiempo que el mercado ha retrasado sus apuestas respecto del inicio del proceso de alza de tasas en Estados Unidos. No obstante ello, las tasas de largo plazo subieron moderadamente en esa economía, al igual que en la mayoría de los mercados desarrollados. La mayoría de las materias primas aumentó su precio, en especial el petróleo.

En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3 por ciento, sosteniendo el importante grado de expansividad de la política monetaria.

Permítanme ahora darles a conocer nuestro escenario base y los principales riesgos que vemos en los informes que hoy les presentamos.

## **Escenario macroeconómico**

En los últimos meses, la inflación subyacente —el IPCSAE, que excluye los precios de los alimentos y la energía— no ha dado sorpresas importantes y su comportamiento sigue, en gran parte, determinado por el efecto de la depreciación del peso y por la indexación usual de la economía. Con todo, la variación anual del IPC y del IPCSAE sigue por sobre 4 por ciento y, al igual que en marzo, en el escenario base de este IPoM se prevé que se ubicará en torno a esa cifra por algunos meses más. Tras la publicación del IPoM previo, las expectativas de inflación privadas para este año subieron en línea con lo contemplado en dicho Informe, permaneciendo en un nivel mayor desde entonces. A uno y dos años plazo, las expectativas permanecen en 3 por ciento o cerca de ello, que es la meta del Banco Central (gráfico 1).

En el primer trimestre, la actividad y la demanda interna tuvieron crecimientos anuales levemente superiores a los previstos en marzo. Esto se vio en el consumo privado y público, y en la inversión en construcción y obras, con el consecuente mayor crecimiento

de la actividad de la construcción, el comercio y algunos servicios. Sin embargo, los datos de marzo y los más recientes sugieren que la recuperación del crecimiento en lo que resta del año será algo más lenta que lo previsto. Ello es apreciable en varios indicadores, como las ventas del comercio, las importaciones de bienes de consumo y las expectativas de empresas y consumidores. Se añade el bajo dinamismo de otras partidas del gasto, como la inversión en maquinaria y equipos y el consumo de bienes durables (gráfico 2). Preocupa especialmente que las expectativas sigan en terreno claramente pesimista, situación que, de no revertirse, limitará la recuperación del crecimiento en la segunda parte del año (gráfico 3). La evolución de crédito también da cuenta de un débil gasto privado. El crecimiento anual de las colocaciones de consumo y comerciales sigue acotado, pese a las bajas tasas de interés.

La creación de empleo del sector privado también ha estado acorde con el menor dinamismo de la actividad. La contratación en sectores más sensibles al ciclo, como la industria y la construcción, muestra tasas de variación anual negativas, que, no obstante, se han moderado en los últimos meses. Con todo, el mayor aumento del empleo en la agricultura y servicios, especialmente algunos ligados al sector público, ha llevado a que la ocupación total crezca en torno a 1 por ciento anual. La tasa de desempleo permanece baja, pues el menor aumento del empleo se combina con un crecimiento también menor de la fuerza de trabajo (gráfico 4).

Los salarios nominales siguen creciendo a tasas elevadas, algo por sobre 7 por ciento. La evidencia empírica sugiere que su comportamiento refleja, en lo principal, reajustes acordes con la mayor inflación pasada. Si bien este fenómeno es menos intenso que en décadas previas, sigue siendo importante. Con todo, existe el riesgo que, de persistir los salarios en niveles elevados, la velocidad de convergencia de la inflación sea más lenta. Asimismo, también está el riesgo de que la evolución de los salarios refleje holguras de capacidad menores que las consideradas en el escenario base y, por lo tanto, mayores presiones inflacionarias.

En el escenario externo, los datos de actividad mundial han mostrado un crecimiento menor en Estados Unidos y se han afianzado las perspectivas más positivas en la Eurozona. Si bien las peores cifras de Estados Unidos del primer trimestre se juzgan principalmente transitorias, como lo mencioné se ha retrasado el momento en que el mercado espera que la Reserva Federal comience a ajustar su tasa de referencia. Pese a ello, las tasas de interés de largo plazo han aumentado, aunque con cierta reversión en los últimos días, y se ha empujado la curva de rendimiento en Estados Unidos y en varias otras economías (gráfico 5). Este fenómeno se relaciona, en parte, con el cambio en las perspectivas macroeconómicas —por el proceso de recuperación en el mundo desarrollado y mayor inflación—, pero también con la descompresión de los bajos premios por plazos asociada a reasignaciones de portafolio. De todos modos, las condiciones de financiamiento externo siguen siendo favorables desde una perspectiva histórica.

En Chile, aunque con vaivenes, el peso se ha apreciado en términos nominales y reales. Al cierre estadístico del IPoM, la paridad peso/dólar se ubicó en torno a 615 pesos por dólar, cifra que ha aumentado hasta algo más de 620 pesos por dólar desde entonces. Esto, luego de superar los 640 pesos por dólar durante marzo y llegar a valores en torno a 600 pesos por

dólar en mayo. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real (TCR), ha descendido desde niveles del orden de 97 en febrero a un valor equivalente al promedio de los últimos quince años en lo más reciente (gráfico 6). Las tasas de interés nominales de largo plazo han tenido movimientos menores que sus símiles externos.

En las economías emergentes, el panorama de crecimiento tampoco se aprecia muy distinto del previsto hace unos meses, confirmándose el menor dinamismo de China. América Latina sigue siendo la región que muestra el deterioro más profundo y continuo, lo que se advierte con particular intensidad en Brasil. La inflación se mantiene baja en gran parte del mundo, con excepción de América Latina donde sigue elevada. Además, el precio de la mayoría de las materias primas, aunque con vaivenes, se ubica por sobre los niveles registrados al cierre del IPoM de marzo. El precio del cobre, luego de situarse alrededor de 290 centavos de dólar la libra por unos días, se transó más próximo a 280 centavos de dólar la libra al cierre estadístico (aunque en estos últimos días ha bajado a niveles más cercanos a los 270), mientras el del petróleo WTI está cerca de 60 dólares el barril. A esto se contrapone el descenso del precio de los alimentos.

Se debe destacar que en el escenario internacional se observan dos tendencias relevantes, que implican mayor convergencia en el crecimiento. Por una parte, si bien Estados Unidos se proyecta que siga creciendo más que Europa, la brecha entre ambas zonas se ha ido cerrando. Por otra parte, las economías emergentes seguirán creciendo más que las desarrolladas, pero la brecha entre ambas también se estrecha.

Respecto de las proyecciones, en el escenario base se prevé que este año el PIB crecerá entre 2,25 y 3,25 por ciento, rango algo inferior al estimado en el IPoM pasado. Esta proyección considera que los aluviones en la zona norte y efectos puntuales en faenas relevantes reducen el crecimiento estimado de la minería, con una incidencia en la estimación del PIB anual de una décima a la baja respecto de lo esperado en marzo. Además, como los datos parciales de los últimos meses muestran un dinamismo menor del gasto privado, se anticipa que la recuperación prevista para el segundo semestre ocurrirá a una velocidad inferior a la considerada en marzo. El Informe de Percepciones de Negocios de mayo confirmó expectativas acotadas respecto del desempeño de los negocios y la inversión en 2015. Se agrega que el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital siguió indicando una caída del monto de los proyectos para este año respecto de 2014 (tabla 1).

En el plano externo, la proyección considera que el crecimiento de los socios comerciales se reduce una décima para 2015 y 2016, a 3,3 y 3,7 por ciento, respectivamente. Este ajuste responde, en buena parte, a la menor proyección para Estados Unidos. En la Eurozona, las perspectivas se mantienen, pues los datos del primer trimestre, con diferencias intrazona, no dieron mayores sorpresas. En China y América Latina se reduce el crecimiento, por datos efectivos del primer cuarto y por perspectivas más débiles. Para los términos de intercambio, se sigue estimando que mejorarán respecto de 2014, aunque algo menos. En el escenario base, en 2015 y 2016, el precio del cobre y el del petróleo serán algo mayores que lo previsto en marzo (tabla 2).

La economía chilena ha hecho un importante ajuste en los últimos trimestres, mejorando su posición externa y estableciendo las bases para una recuperación sin desequilibrios. Esta proyección considera que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante y que la política fiscal se conducirá en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos planteados por el Gobierno. También contempla que la depreciación cambiaria acumulada desde 2013 seguirá dando impulso a los sectores transables más sensibles al tipo de cambio. Además, que el precio de los combustibles, inferior al promedio de años previos, seguirá cooperando a reducir los costos de las empresas y a mejorar los ingresos de las familias, más allá de que su efecto sea menor que el esperado hace unos meses.

En cuanto a la inflación, en el escenario base el IPC oscilará en torno a 4 por ciento anual por algunos meses más y se estabilizará en torno a 3 por ciento durante 2016. Para el IPCSAE, se espera que durante 2016 su variación anual se ubique cerca de 3 por ciento y fluctúe alrededor de ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre de 2017 (gráfico 7).

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso acumulada en el último año será acorde con sus patrones históricos; que los salarios reales tendrán ajustes según la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Para el tipo de cambio real, se utiliza como supuesto metodológico que, al igual que ahora, fluctuará en la parte alta del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo.

Respecto de la TPM, como supuesto de trabajo, se considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año, esto es que el comienzo de la normalización de la política monetaria tendría lugar en la primera parte del próximo año (gráfico 8).

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, las principales fuentes de riesgo se mantienen, aunque se han moderado. Persiste la posibilidad de que eventos puntuales generen episodios de alta volatilidad en los mercados financieros mundiales, afectando el costo de financiamiento, la paridad cambiaria y el panorama de inflación de corto plazo.

Por un lado, sorpresas respecto del momento o la velocidad con que la Reserva Federal aumentará su tasa de referencia pueden generar fluctuaciones en el precio de los activos. Por otro, persiste el riesgo de que una cesación de pagos en Grecia impacte en los mercados financieros globales y el crecimiento de la Eurozona. Si bien estos siguen siendo riesgos relevantes, la capacidad de los grandes bancos centrales para manejar estas situaciones ha mejorado, reduciendo, en cierto grado, la intensidad del impacto negativo de estos eventos. Ello no quiere decir que no impliquen riesgos y tampoco que, su presencia por tanto tiempo, suponga efectos menos relevantes.

Una nota positiva es el crecimiento más afianzado en la Eurozona, lo que ha contribuido a configurar un panorama de actividad global más balanceado.

En las economías emergentes, el panorama sigue presentando riesgos relevantes. Si bien parece haberse reducido el riesgo de que la baja de los precios de las materias primas se profundice, la debilidad de América Latina ha sido mayor y más persistente que la esperada. Esto, en un contexto donde en varias economías continúan los altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Además, se mantiene el riesgo de un menor crecimiento de China y sus implicancias en el precio del cobre, aunque su gobierno ha mostrado su capacidad y su deseo de evitar correcciones abruptas en su economía.

En el ámbito local, la recuperación de la economía en la segunda parte del año supone una mejora relevante de los índices de confianza, lo que hasta ahora no ha ocurrido. En la medida en que esta situación se prolongue, es posible que el gasto interno y la actividad no muestren el mayor dinamismo que se espera en el escenario base. Por el contrario, un escenario donde las expectativas mejoren de forma importante permitiría una recuperación más rápida de la actividad, en particular para 2016.

En relación con la inflación, las presiones son algo menores que las previstas en marzo, por una actividad más baja y por un peso que, aunque con volatilidad, no ha seguido depreciándose. No obstante, en un contexto de inflación elevada por un largo tiempo, de márgenes acotados, de salarios con alto crecimiento, de mayores precios de combustibles y de escenarios de riesgo externo que pueden provocar una depreciación significativa adicional del peso, los riesgos inflacionarios siguen siendo importantes. Debido a nuestro mandato legal, este es un riesgo que nosotros tomamos especialmente en cuenta y que monitoreamos en forma particular.

Evaluadaos estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

En suma, la inflación sigue elevada, aunque ha disminuido en los últimos meses. La actividad interna repuntó en el primer trimestre, pero las perspectivas para la segunda parte del año se han moderado. Como se ha mencionado en otras ocasiones, las políticas macroeconómicas han cumplido un rol anticíclico. En particular, el mayor impulso monetario se tradujo en una baja de la TPM de 200 puntos base, lo que contribuyó a que las tasas de largo plazo estén cerca de sus mínimos históricos.

El menor dinamismo de la actividad y una inflación que se reduce gradualmente, en línea con lo esperado, sugieren que, de darse los supuestos del escenario base, el retiro gradual del impulso monetario sería algo más tarde que lo planteado en marzo. Con todo, cambios futuros en la TPM dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. En efecto, de mostrarse la inflación más persistente y elevada que lo esperado, el plazo del inicio de la normalización se adelantaría, y lo opuesto sucedería si la convergencia de la inflación a la meta se estima más rápido que lo previsto.

Permítanme presentarles ahora los principales temas que destacamos en el Informe de Estabilidad Financiera.

## **Informe de Estabilidad Financiera**

El Informe de Estabilidad Financiera (IEF) da a conocer, en forma semestral (junio y diciembre), los sucesos macroeconómicos y financieros recientes que podrían incidir en la estabilidad financiera de la economía chilena. En el IEF que presentamos hoy analizamos los mismos escenarios de riesgo externo que acabo de describirles.

Como ya lo mencioné, la política monetaria de los países desarrollados continúa siendo expansiva. Las acciones del Banco Central Europeo y de otros bancos centrales que recortaron sus tasas de instancia han seguido presionando a la baja las tasas de largo plazo soberanas, más allá de la reversión que han presentado en lo más reciente. Esto, y premios por riesgo que siguen acotados, han propiciado la mayor emisión de deuda, principalmente deuda corporativa. Así, se mantiene un ambiente de bajo costo de financiamiento y el incentivo a la mayor toma de riesgo, en el cual es posible que se estén incubando vulnerabilidades que podrían aflorar ante la normalización de la situación financiera global.

Como presenté hace unos instantes, el panorama para las economías emergentes se ha seguido deteriorando. Los precios de las materias primas, en particular del petróleo, aunque han aumentado en lo más reciente, permanecen en niveles más bajos que en años previos, afectando a los países que son exportadores netos. Se agrega que las perspectivas de crecimiento de China, Rusia, y particularmente América Latina, se deterioraron motivadas también por elementos idiosincráticos. Por lo anterior, existe el riesgo de que, más allá del canal real que suponen los vínculos comerciales e inversiones directas de empresas chilenas, no puedan descartarse eventos de contagio financiero en precios de activos, como el tipo de cambio y el riesgo soberano.

En el ámbito local, se mantiene la nota de cautela de IEF previos, respecto de la situación de endeudamiento del sector corporativo. Su endeudamiento alcanzó a 114 por ciento del PIB al cierre de 2014. El incremento provino principalmente del aumento de la deuda externa y la depreciación del peso (gráfico 9). A su vez, los indicadores de fortaleza financiera de las firmas que reportan a la SVS siguen en niveles similares a los reportados en IEF anteriores, pero inferiores a los promedios históricos (gráfico 10). Ello da cuenta de una menor resiliencia del sector ante la posibilidad de un entorno macroeconómico menos favorable. Finalmente, también se deterioran algunos indicadores de no pago bancarios, con un impacto que ha variado entre bancos, dándose uno mayor en la banca mediana.

En el mercado inmobiliario residencial, la actividad se mantiene dinámica con precios que continúan creciendo. La moderación de los costos de producción y un adelantamiento de compras previo a la entrada en vigencia de la reforma tributaria, podrían estar detrás de la sostenida dinámica de la actividad en este sector. En tanto, los indicadores de precios siguen creciendo, aunque se observa alguna moderación, en particular en ciertas zonas.

En el sector de oficinas, los mayores ingresos de nuevos metros cuadrados no se vieron compensados por un aumento equivalente de la demanda, generando un incremento

relevante de la tasa de vacancia, tal como se advirtió que sucedería en IEF previos. Estos niveles podrían mantenerse por un período prolongado, debido a la propia inercia de este mercado y a la incorporación de nuevos proyectos (gráfico 11).

Los indicadores agregados del sector hogares siguen relativamente estables, pero con algunos de ellos algo más deteriorados en el margen. La deuda sobre ingreso disponible subió en 2014, mientras que la carga financiera siguió en torno a 14 por ciento del ingreso, por los bajos niveles de las tasas de interés (gráfico 12). Las menores tasas de interés para los hogares son también consecuencia de un cambio en la composición del endeudamiento desde créditos de consumo, que tienen tasas más elevadas, hacia créditos hipotecarios, que tienen tasas más bajas. No se aprecian cambios en los indicadores de no pago bancarios, mientras que para oferentes no bancarios se observa un nuevo incremento. Este último fenómeno se explica en parte por ajustes normativos, aunque no se puede descartar algún deterioro de la cartera de dichos oferentes de crédito.

El crédito comercial y el de consumo exhiben tasas de crecimiento acotadas, no así el hipotecario que sigue dinámico (gráfico 13). El comportamiento de la cartera comercial y de consumo está en línea con la menor expansión del gasto privado. Factores de demanda podrían estar detrás de estas dinámicas, tal como lo sugiere la Encuesta de Crédito Bancario. La expansión del crédito hipotecario se explica en gran parte por el incremento de la deuda promedio, lo que es coherente con la dinámica de los precios de las viviendas y razones deuda a garantía que se han mantenido estables.

Los indicadores financieros de la banca se mantienen estables. Los ingresos operacionales siguen siendo el principal aporte a la rentabilidad de la banca, la que bajó respecto de fines de 2014, hasta 16 por ciento del capital en marzo. Esto, por la reversión del impacto transitorio de la inflación en el margen de reajustes y una reducción del margen de intereses. Por otra parte, las emisiones de bonos por parte de la banca contribuyen a la diversificación de las fuentes de financiamiento, pero la banca mediana mantiene una alta dependencia a fuentes mayoristas. Los ejercicios de tensión dan cuenta que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo (gráfico 14).

En síntesis, el escenario interno y el externo se mantienen respecto del IEF previo, aunque la permanencia de condiciones globales de financiamiento muy favorables puede incubar vulnerabilidades que se manifiesten ante una normalización de tales condiciones. Ello tendría un impacto significativo en los mercados financieros globales, en particular en las economías emergentes, cuyas perspectivas de crecimiento se han venido deteriorando.

En este contexto, el aumento del endeudamiento de los usuarios de crédito locales, tanto empresas como hogares, se traduce en su menor resiliencia ante eventos de estrés financiero o ante un deterioro del entorno macroeconómico. Chile mantiene una situación de solvencia y liquidez externa adecuada para enfrentar escenarios de estrés financiero internacional. Sin embargo, esta no lo aísla de tales desarrollos y sus efectos.

Quisiera finalizar con algunas reflexiones.

## Reflexiones finales

El panorama macroeconómico no ha variado mayormente respecto de lo previsto en marzo. La actividad y la demanda crecen a tasas anuales moderadas, aunque superiores a la de la segunda mitad del año pasado. Ello es una buena noticia. Sin embargo, los datos en el margen indican que su dinamismo se ha reducido, lo que unido a los bajos registros de los indicadores de confianza de empresas y hogares, nos hacen estimar que la recuperación prevista para el segundo semestre de 2015 será a un ritmo más lento. Esta situación nos ha llevado a ajustar a la baja, en un cuarto de punto, la proyección de crecimiento para este año.

La inflación, por su parte, se ha moderado, pero sigue en niveles elevados y, por cierto, continúa siendo nuestra principal preocupación. En nuestro escenario base proyectamos que seguirá en torno a 4 por ciento por algunos meses y luego descenderá hacia nuestra meta de 3 por ciento.

Respecto de los riesgos para la estabilidad financiera, el IEF tampoco muestra grandes cambios. El endeudamiento de las empresas continuó aumentando en los últimos trimestres. Aunque hay razones claras que explican esta tendencia, como la mayor deuda con el exterior —que es lógica dadas las favorables condiciones de financiamiento— y la depreciación del peso, no debemos dejar de lado un seguimiento cercano de estas tendencias. De cualquier forma, los indicadores también nos muestran que la carga financiera de las empresas y de los hogares no ha aumentado, en buena medida porque el nivel de las tasas de interés es bajo, acorde con una política monetaria que se encuentra en una fase claramente expansiva.

El escenario externo también ha seguido tendencias similares a las delineadas en marzo. La recuperación de las economías desarrolladas se ve más balanceada entre países, lo que aumenta la confianza sobre la consolidación del crecimiento de esas economías. Los mercados emergentes siguen mostrando una debilidad algo mayor, destacando el continuo deterioro de las perspectivas en las economías de nuestra región. Las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables desde una perspectiva histórica, lo que, por cierto, no significa que los riesgos de cambios abruptos de las mismas no sigan presentes. De hecho, las consecuencias sobre los mercados financieros globales de un desenlace negativo de la situación de Grecia o de la cada vez más inminente alza de tasas en Estados Unidos, siguen siendo situaciones de riesgo relevantes que, a pesar de llevar mucho tiempo presentes, no se deben minimizar ni olvidar.

Chile, como lo hemos resaltado en varias ocasiones, ha sabido hacer frente al cambio en las condiciones externas e internas a través de un significativo y temprano ajuste. La ausencia de desequilibrios importantes, unido a un marco de política macroeconómica adecuado, son, a nuestro juicio, elementos fundamentales, aunque por cierto no suficientes, para generar un cuadro propicio para retomar niveles de crecimiento que nos permitan alcanzar los niveles de desarrollo deseado.

En este contexto, quisiera señalar que comparto plenamente lo dicho por el Ministro de Hacienda, en cuanto a que los estímulos fiscales —y yo agregaría también los estímulos

monetarios— no pueden sostener de manera persistente el crecimiento de la economía. En lo fiscal es evidente que, tal como lo ha manifestado la autoridad correspondiente, para cumplir con los compromisos en esta materia, el gasto no puede seguir creciendo a futuro a las tasas proyectadas para este año. En lo monetario, dado el escenario base, la convergencia de la inflación no es coherente con un estímulo mayor al actual. Es por eso que, más allá de posibles ajustes menores, los que dependerán de la evolución del ciclo económico, es indudable que tanto la política monetaria como la fiscal ya han hecho su trabajo y no hay más espacio relevante para ambas.

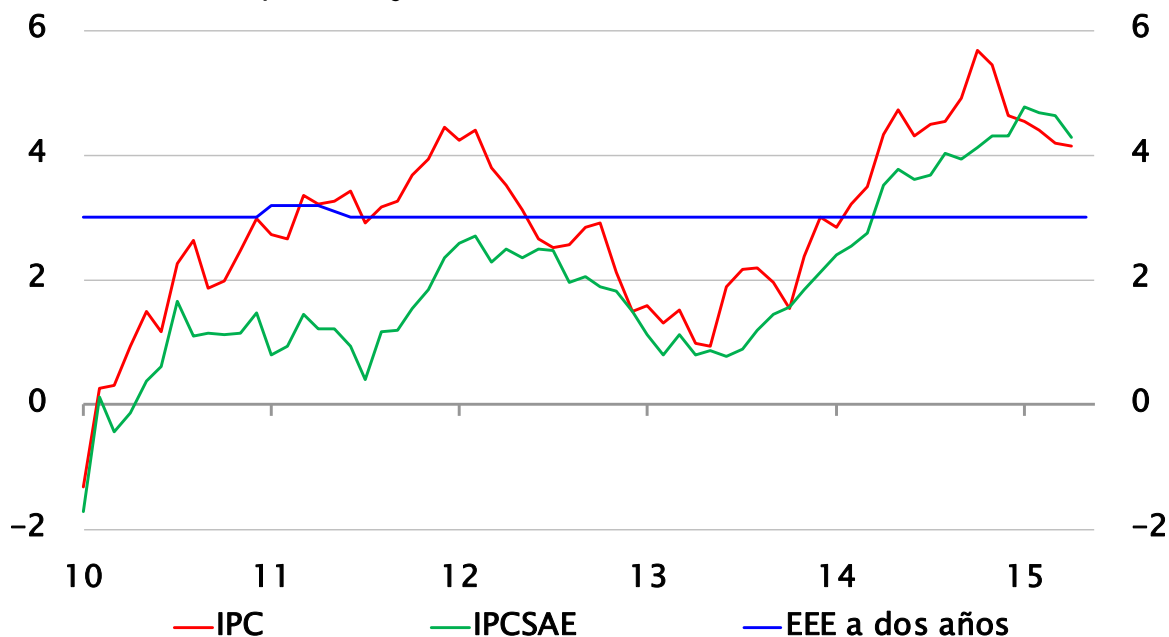
Es por eso que, para retomar la senda de crecimiento, es imprescindible procurar un ambiente que permita la recuperación de la inversión, ganar eficiencia en la asignación de recursos y aumentar la productividad. Un elemento clave en esta tarea es que hogares y empresas recuperen la confianza en que el ambiente económico será el adecuado para el desarrollo de sus proyectos. Lamentablemente, y en contra de nuestros pronósticos, ello está tomando más tiempo que el esperado.

Por nuestro lado, seguiremos haciendo los máximos esfuerzos por suavizar el ciclo económico, pero siempre manteniendo como objetivo principal la estabilidad de los precios. Es por eso, que, como ya mencioné anteriormente, la inflación sigue siendo nuestra principal preocupación, y aunque su nivel ha descendido acorde con nuestras proyecciones, aún es elevado. En ese contexto, tal como ha sido nuestra evaluación desde finales del año pasado, no vemos espacio para nuevos recortes en la tasa de política monetaria. Y si bien las condiciones actuales hacen hoy más probable que el retiro gradual del estímulo monetario tenga lugar en los primeros meses de 2016, quiero enfatizar que eso dependerá de que la evolución y proyecciones de la inflación en los meses que siguen estén en línea con nuestras estimaciones.

Por último, a nombre del Consejo, quiero reiterar que manejaremos nuestra política monetaria para asegurar que la inflación se ubique en 3 por ciento en el horizonte de proyección e insistimos en la necesidad de que todos los participantes del sistema financiero evalúen apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito. Asimismo, seguiremos contribuyendo con lo que nos corresponde, esto es, con la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, al desarrollo y bienestar de Chile.

Muchas gracias.

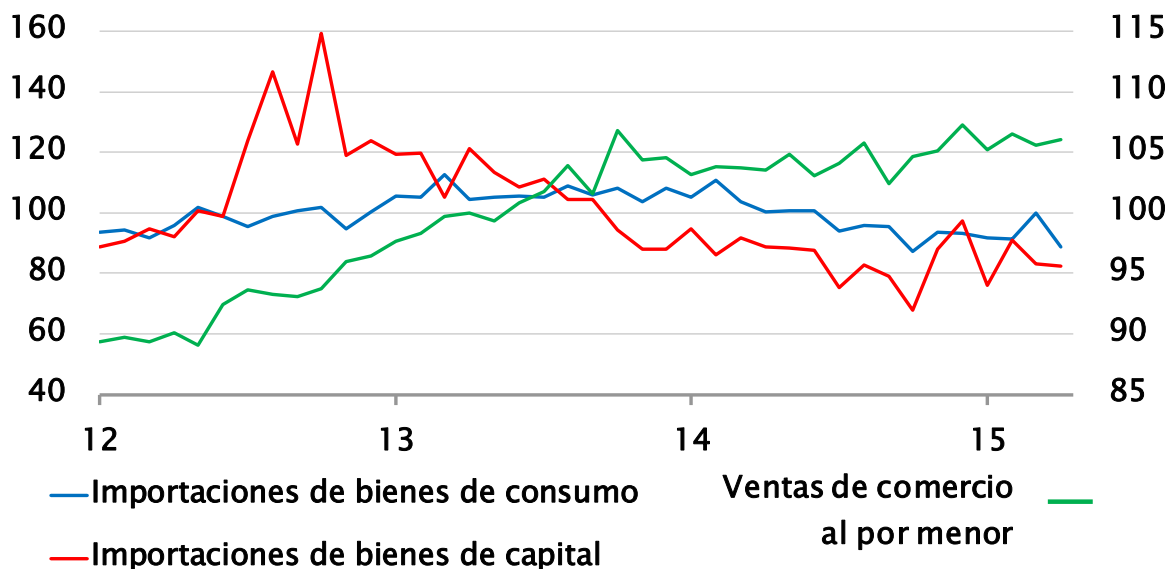
Gráfico 1  
Inflación y expectativas de mediano plazo (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) 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.

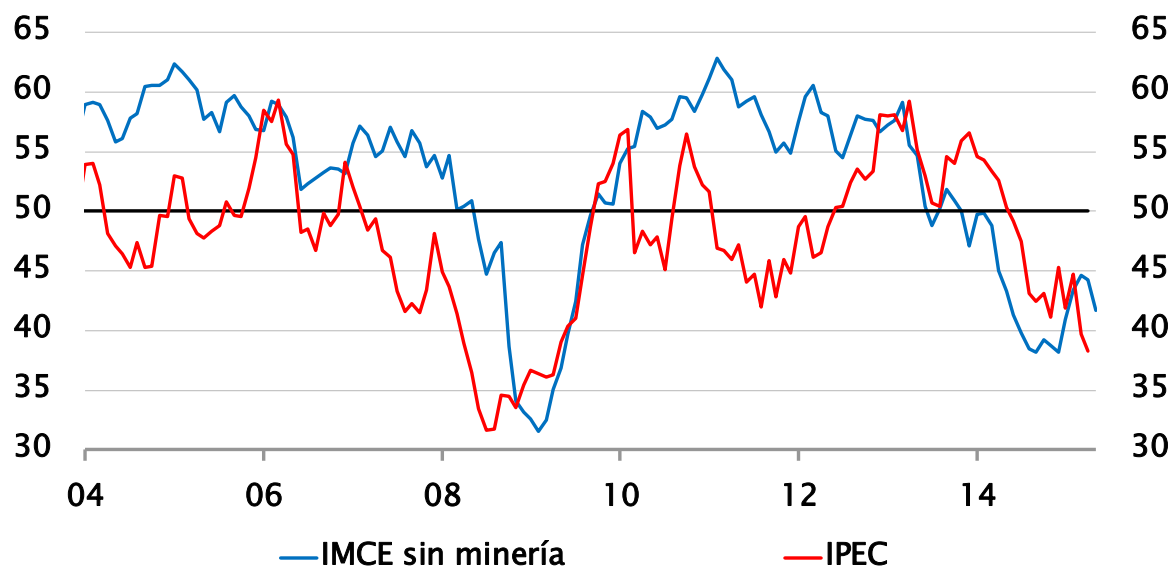
Gráfico 2  
Indicadores de demanda (\*)  
(índice 2012-2015=100)



(\*) Series desestacionalizadas.

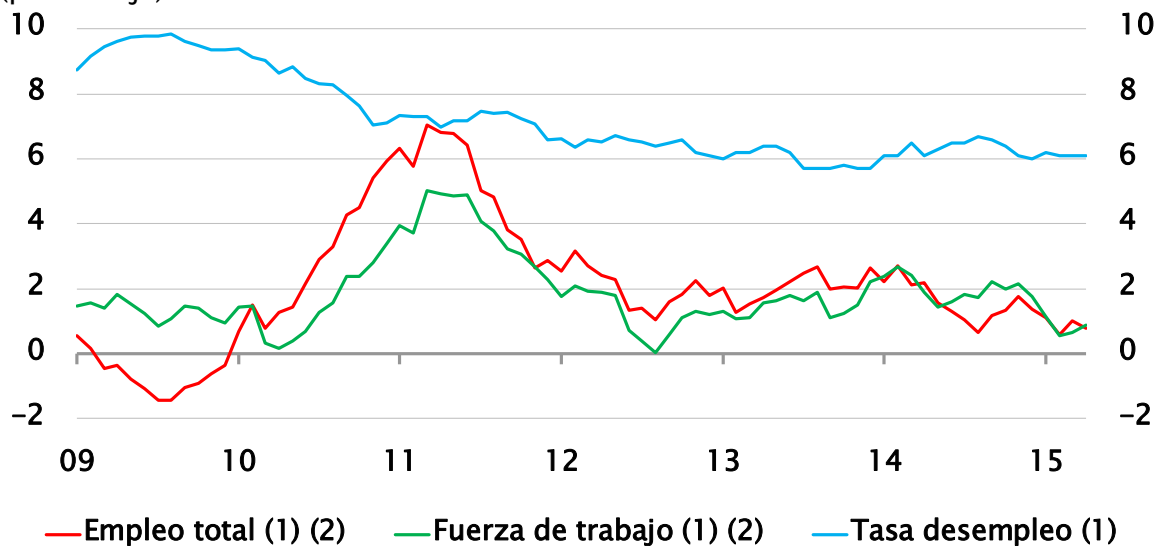
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 3  
Expectativas de las empresas y consumidores (\*)  
(índice, pivote=50)



(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).  
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

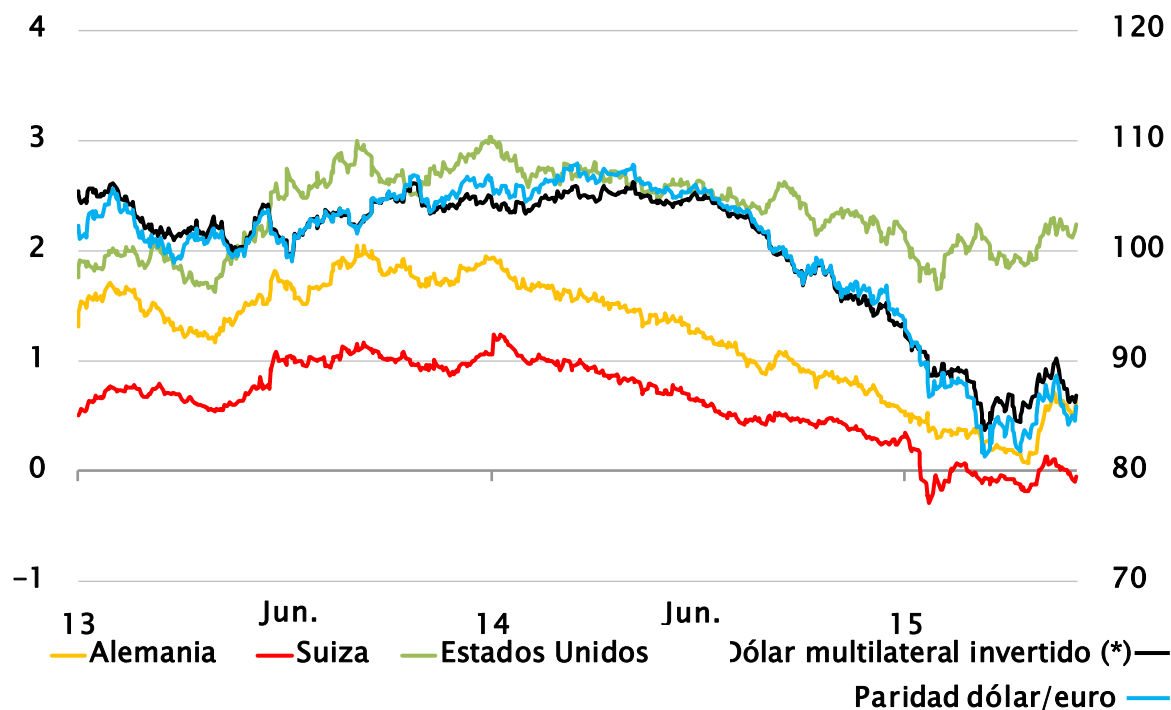
Gráfico 4  
Mercado laboral  
(porcentaje)



(1) Series empalmadas por el Banco Central con la variación mensual en marzo del 2010. (2) Variación anual.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5

**Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo y dólar**  
(porcentaje; índice 2013-2015=100)

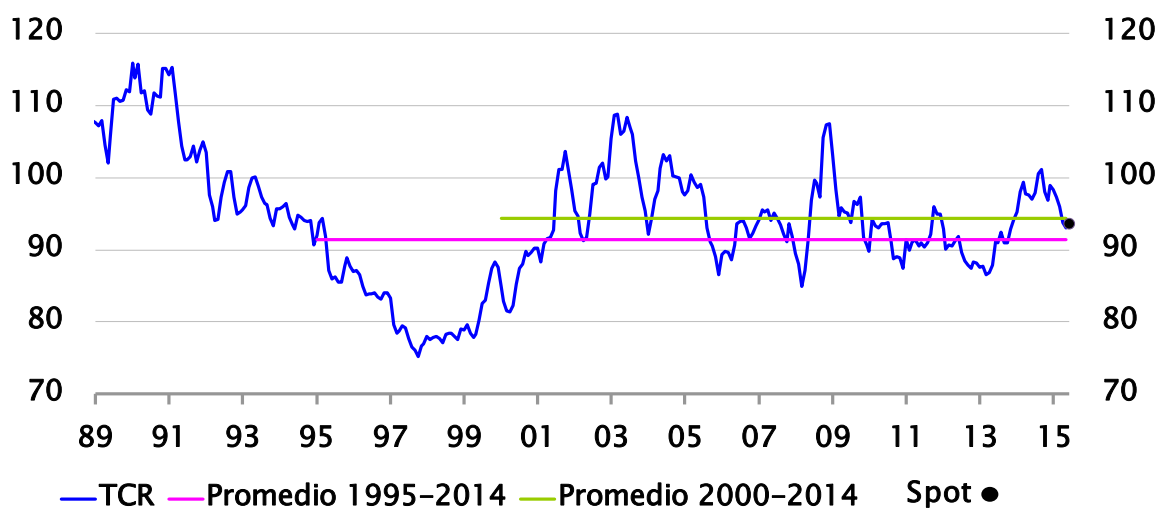


(\*) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación) del dólar.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6

**Tipo de cambio real (\*)**  
(índice 1986=100)



(\*) Cifra de mayo del 2015 incluye información hasta el día 29.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1  
**Escenario interno**  
(variación anual, porcentaje)

|                                           | 2013 | 2014 (e)<br>IPoM<br>Jun.15 | 2015 (f)<br>IPoM<br>Dic.14 | IPoM<br>Mar.15 | IPoM<br>Jun.15 |
|-------------------------------------------|------|----------------------------|----------------------------|----------------|----------------|
| PIB                                       | 4,2  | 1,9                        | 2,5-3,5                    | 2,5-3,5        | 2,25-3,25      |
| Demanda interna                           | 3,7  | -0,6                       | 3,0                        | 2,5            | 2,6            |
| Demanda interna (sin var. de existencias) | 4,6  | 0,5                        | 2,6                        | 2,2            | 2,2            |
| Formación bruta de capital fijo           | 2,1  | -6,1                       | 1,9                        | 1,2            | 0,7            |
| Consumo total                             | 5,5  | 2,5                        | 2,8                        | 2,5            | 2,7            |
| Exportaciones de bienes y servicios       | 3,4  | 0,7                        | 4,0                        | 3,4            | 1,3            |
| Importaciones de bienes y servicios       | 1,7  | -7,0                       | 3,7                        | 2,4            | 1,1            |
| Cuenta corriente (% del PIB)              | -3,7 | -1,2                       | -1,1                       | -0,3           | -0,4           |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB)         | 20,6 | 20,3                       | 20,8                       | 21,5           | 21,0           |

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2  
**Supuestos del escenario base internacional**

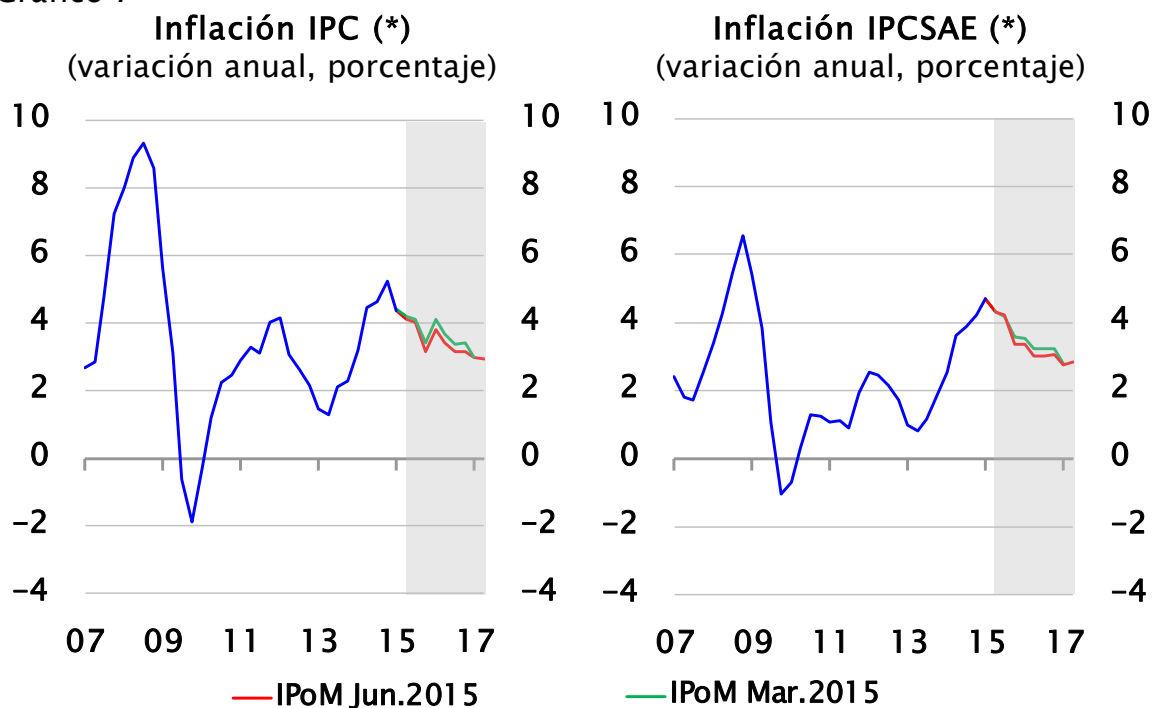
|                                                        | 2013 | 2014 (e)<br>IPoM<br>Jun. 15 | 2015 (f)<br>IPoM<br>Dic.14 | IPoM<br>Mar.15 | IPoM<br>Jun.15                | 2016 (f)<br>IPoM<br>Dic. 14 | IPoM<br>Mar.15 | IPoM<br>Jun.15 |
|--------------------------------------------------------|------|-----------------------------|----------------------------|----------------|-------------------------------|-----------------------------|----------------|----------------|
| Crecimiento                                            |      |                             |                            |                |                               |                             |                |                |
|                                                        |      |                             |                            |                | (variación anual, porcentaje) |                             |                |                |
| PIB socios comerciales                                 | 3,5  | 3,4                         | 3,5                        | 3,4            | 3,3                           | 3,9                         | 3,8            | 3,7            |
| PIB mundial a PPC                                      | 3,1  | 3,4                         | 3,5                        | 3,5            | 3,4                           | 3,9                         | 3,8            | 3,7            |
| Estados Unidos                                         | 2,2  | 2,4                         | 3,0                        | 3,0            | 2,5                           | 3,1                         | 3,0            | 2,9            |
| Eurozona                                               | -0,4 | 0,9                         | 1,0                        | 1,5            | 1,5                           | 1,5                         | 1,9            | 2,0            |
| Japón                                                  | 1,6  | -0,1                        | 1,3                        | 1,1            | 1,0                           | 1,4                         | 1,5            | 1,4            |
| China                                                  | 7,7  | 7,4                         | 7,1                        | 7,0            | 6,9                           | 6,9                         | 6,7            | 6,5            |
| India                                                  | 5,0  | 7,2                         | 6,3                        | 7,2            | 7,5                           | 6,5                         | 7,3            | 7,8            |
| Resto Asia (excl. Japón, China e India)                | 3,9  | 3,9                         | 4,3                        | 4,2            | 4,2                           | 4,8                         | 4,6            | 4,5            |
| América Latina (excl. Chile)                           | 2,3  | 1,0                         | 1,9                        | 0,8            | 0,2                           | 3,0                         | 2,1            | 1,8            |
|                                                        |      |                             |                            |                | (en niveles)                  |                             |                |                |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb)                     | 332  | 311                         | 295                        | 275            | 280                           | 285                         | 285            | 290            |
| Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barril) | 103  | 96                          | 67                         | 55             | 60                            | 71                          | 62             | 66             |
|                                                        |      |                             |                            |                | (variación anual, porcentaje) |                             |                |                |
| Términos de intercambio                                | -3,0 | -1,4                        | 1,7                        | 1,4            | 1,3                           | 1,3                         | -0,2           | -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 7



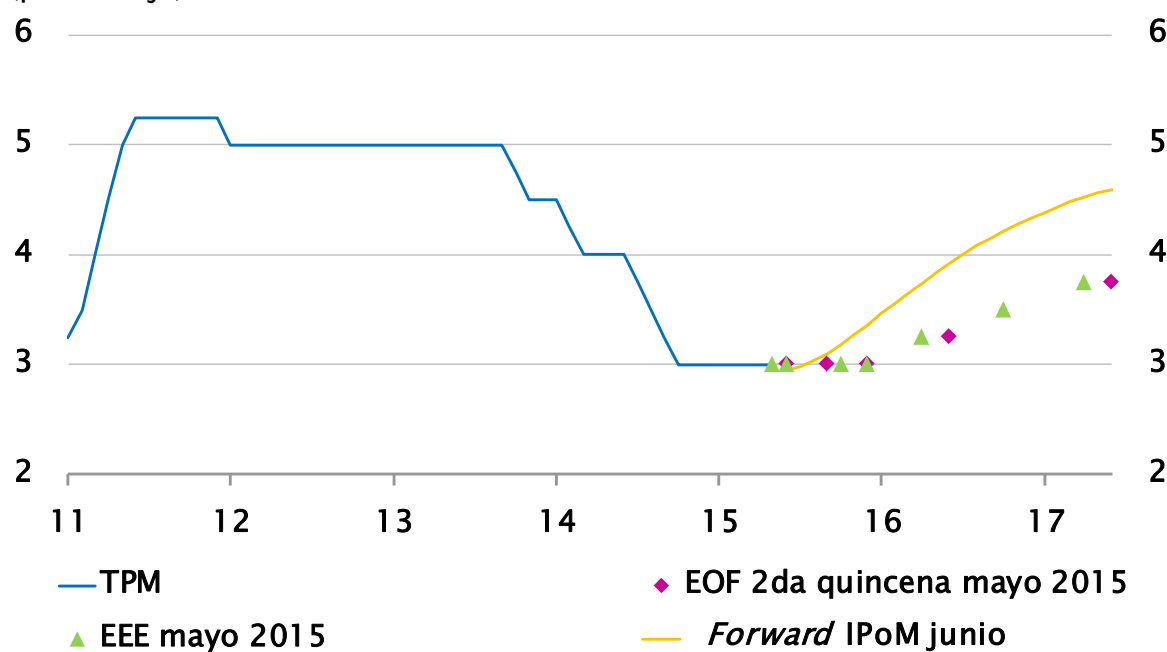
(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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

Gráfico 8

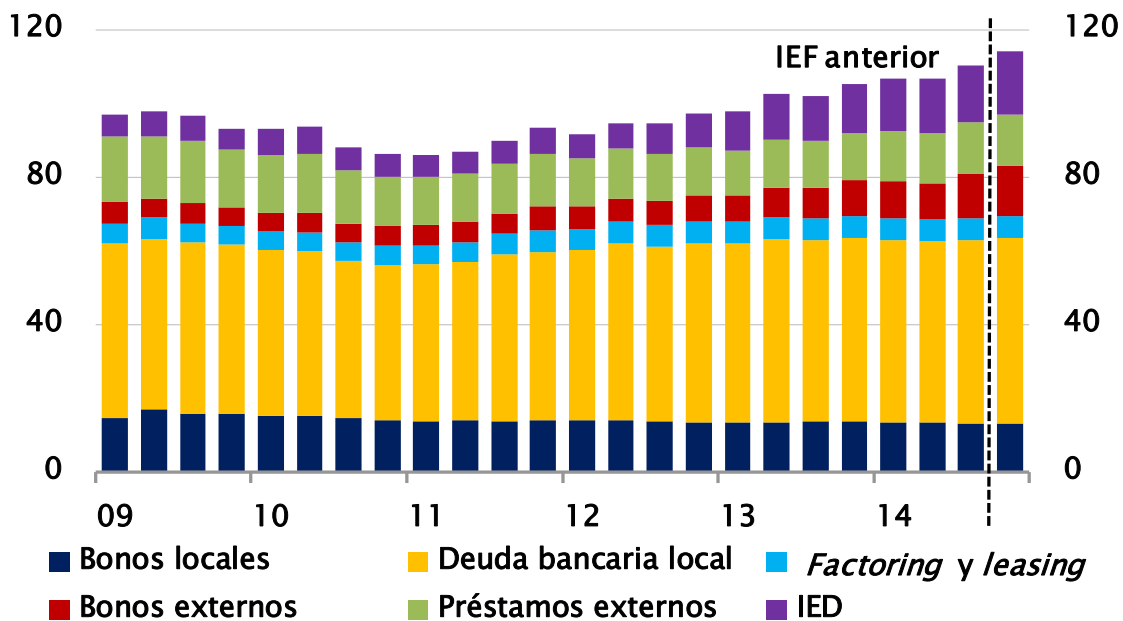
### TPM y expectativas

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

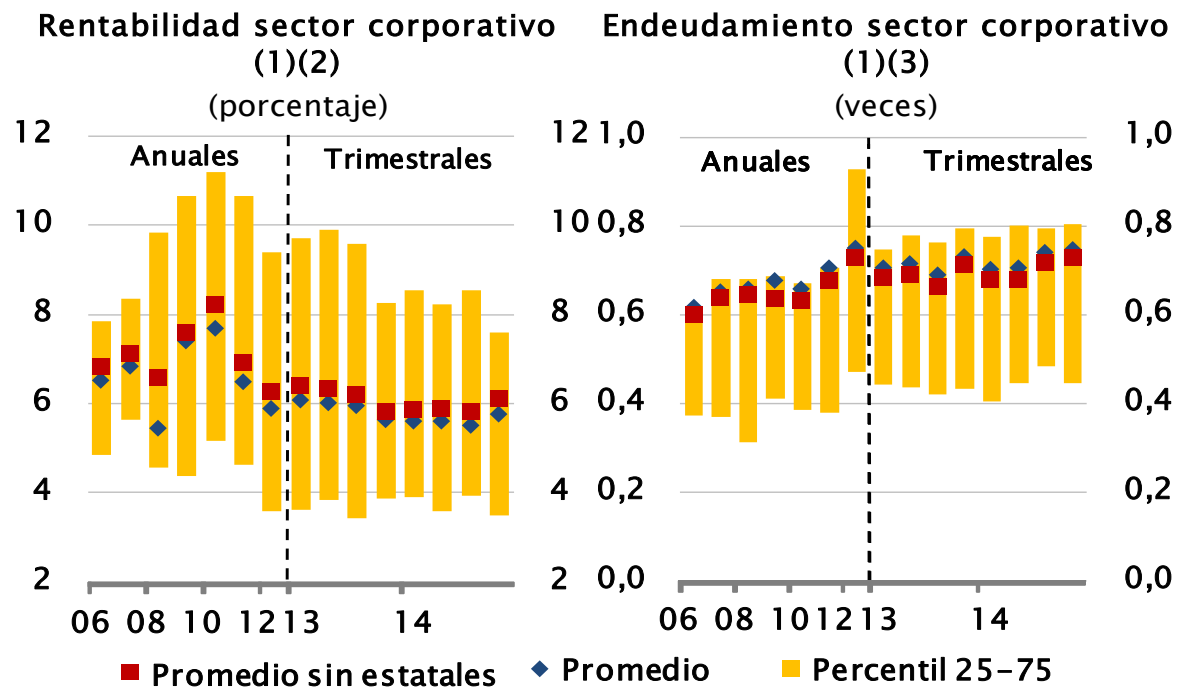
Gráfico 9  
Deuda total de empresas (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* y *leasing*, bonos securitizados y efectos de comercio.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico 10



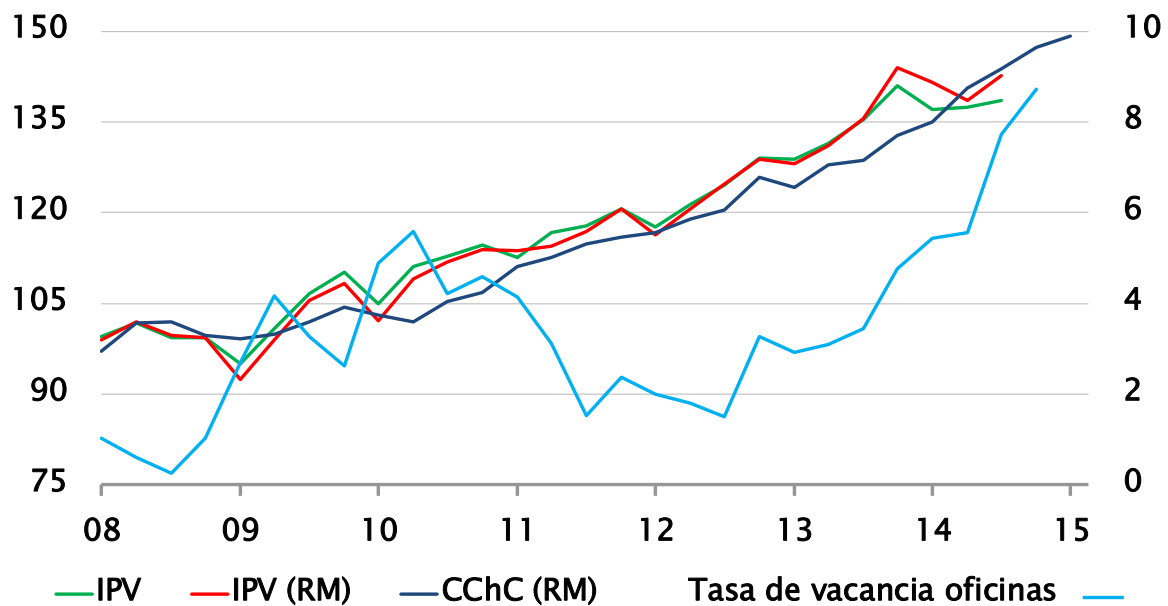
(1) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales. A la derecha, datos trimestrales.

(2) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos

(3) Razón deuda a patrimonio.

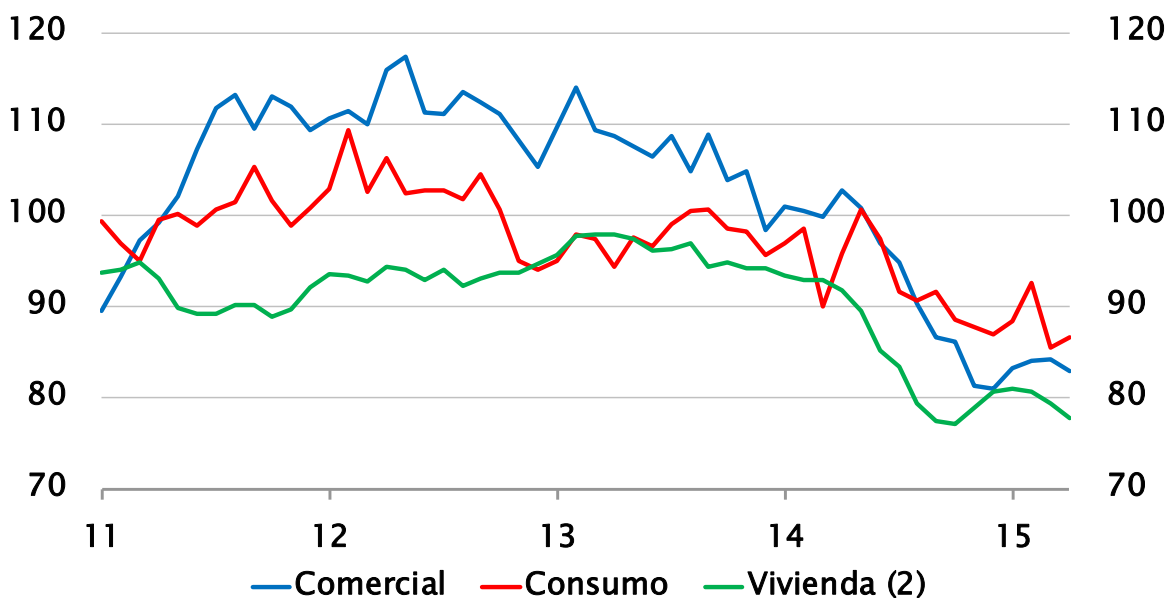
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

**Gráfico 11**  
**Precio de viviendas y tasa de vacancia de oficinas (\*)**  
 (índice 2008=100; porcentaje)



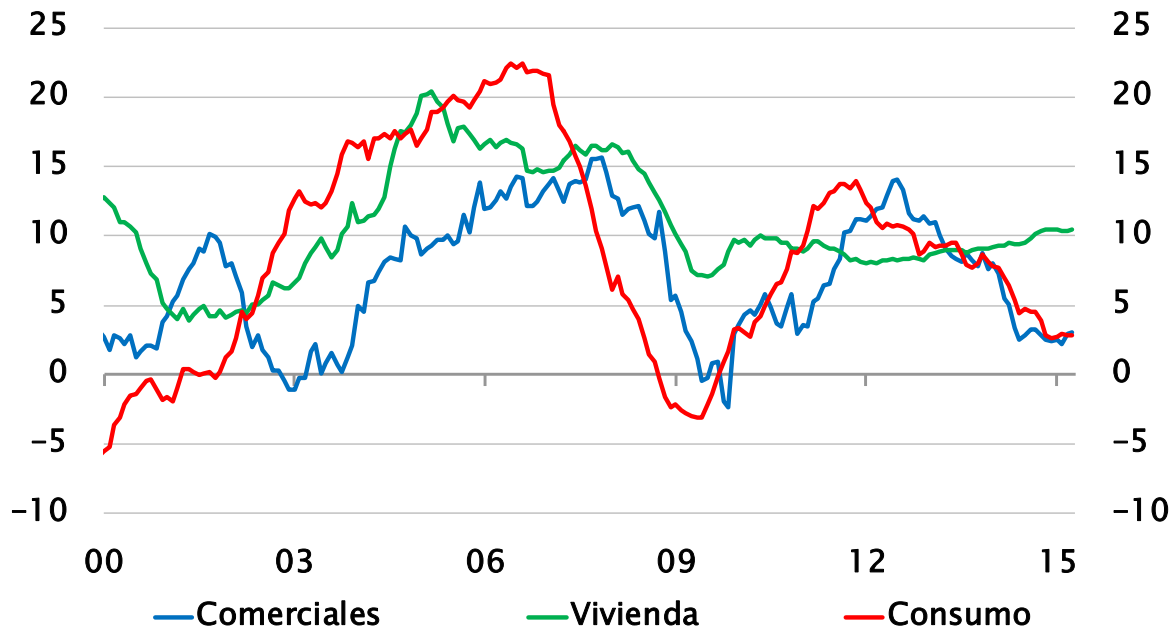
(\*) IPV método estratificado. CChC modelo hedónico para viviendas nuevas.  
 Fuentes: Banco Central de Chile en base a información del SII, CChC y Global Property Solutions.

**Gráfico 12**  
**Tasa de interés de las colocaciones (1)**  
 (índice 2002-2015=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.  
 (2) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.  
 Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13  
Crecimiento real anual de las colocaciones (\*)  
(porcentaje)

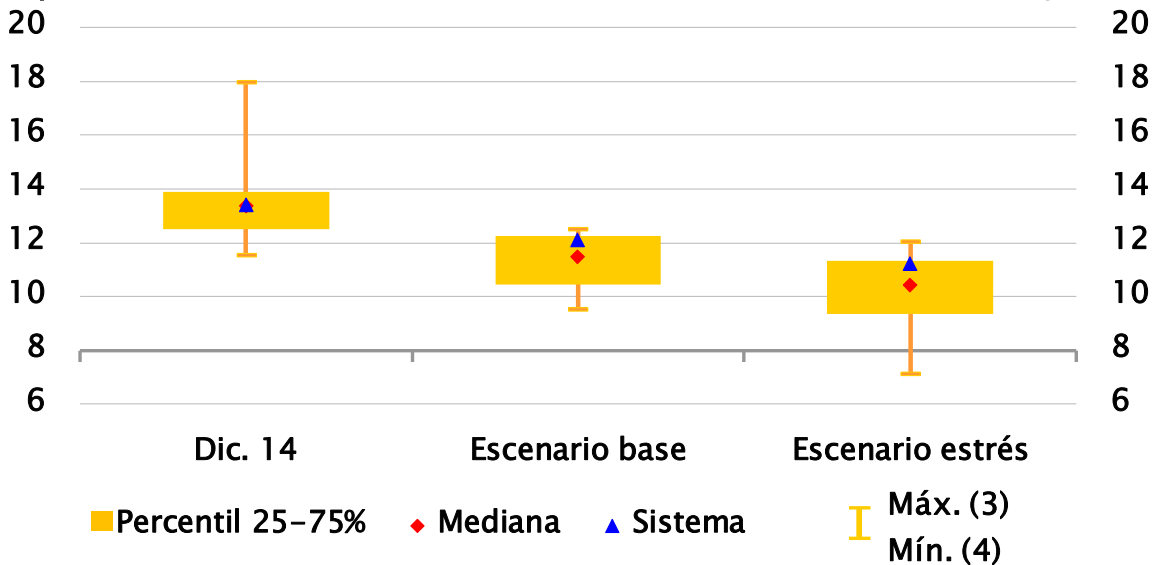


(\*) Considera cifras hasta abril del 2015.

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

Gráfico 14

Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)(2) (patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. (2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior. (3) Los máximos corresponden al percentil 90. (4) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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