

# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2021





# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

## Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 283, celebrada el 13 y 14 de julio de 2021.

Asisten el Presidente don Mario Marcel Cullell, el Vicepresidente don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y los Consejeros don Pablo García Silva, don Alberto Naudon Dell’Oro y doña Rosanna Costa Costa.

Asisten también el Gerente General, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros Interino, don Diego Gianelli Gómez; la Gerente de División Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de División Asuntos Institucionales, don Michel Moure Casabianca; el Gerente de División Riesgo Corporativo, don Diego Ballivián Wiechmann; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Markus Kirchner; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Análisis Internacional, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Estudios Económicos, don Andrés Fernández Martín; el Gerente de Análisis de Mercados Financieros, don Juan Carlos Piantini Cardoso; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Juan Francisco Martínez Sepúlveda; el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Pilar Cruz Novoa; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Cristóbal Gamboni Gamboni; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

---

### Escenario nacional

La actividad había vuelto a sorprender al alza. En particular, el Imacec de mayo había aumentado 18,1% anual, retornando a su nivel previo a la pandemia. En términos desestacionalizados, había subido 2,6% respecto de su valor de abril, con crecimientos en gran parte de los sectores económicos. La actividad del comercio destacaba como la de mayor expansión (51,3% anual; 13,4% mensual desestacionaliza), como resultado del alto dinamismo del consumo. Este seguía alentado por las masivas transferencias fiscales —que habían superado con creces lo programado a comienzos de año— y los retiros de ahorros previsionales. La mayor demanda se observaba en todo tipo de bienes de consumo, lo que en mayo se reflejaba en el fuerte incremento mensual del Índice de Actividad del Comercio al por Menor y en el Índice de Ventas de Supermercados (controlando por estacionalidad



y a precios constantes). Las expectativas de los consumidores (IPEC) habían mejorado desde la Reunión anterior, aunque se mantenían en terreno pesimista. En cuanto a la inversión, las importaciones de bienes de capital seguían dinámicas y la confianza empresarial (IMCE) se había mantenido en terreno optimista. Sin embargo, otros indicadores permanecían menos favorables, como el bajo *stock* de nuevos proyectos de edificación, la evolución de la bolsa e indicadores de incertidumbre, que permanecían elevados en perspectiva.

La información recabada hasta el momento de la Reunión en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) también daba cuenta de que la actividad había aumentado, lo que derivaba, además, en perspectivas más positivas para el 2021. Esto se asociaba a la mayor liquidez de los hogares y a la gradual reapertura de la economía. Esto último se reflejó inmediatamente en un mayor flujo de caja en las empresas de servicios a personas, que en algunos casos alcanzaron niveles prepandemia. Con todo, se seguían señalando distintos focos de incertidumbre, en donde los relacionados con las elecciones presidenciales y el proceso constituyente habían tomado mayor relevancia. La pandemia se seguía mencionando como un foco de preocupación, pero con algo menos de intensidad.

Las proyecciones del Gobierno presentadas en el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del segundo trimestre confirmaban la perspectiva de un significativo impulso fiscal durante el 2021, con un crecimiento proyectado del gasto fiscal de 27,3% real (9,2% en el IFP anterior) y déficits fiscales efectivo y estructural previstos de 7,1 y 9,5% del PIB, respectivamente, ubicándose dentro de los mayores de las economías de la OCDE.

Las expectativas privadas para el crecimiento del PIB para este año habían seguido mejorando, como resultado de mejores datos efectivos para la actividad y la demanda, el avance del proceso de vacunación nacional y una mayor apertura de la economía, entre otros factores. Así, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de julio anticipaba un crecimiento del PIB del 2021 de 8,0% (7,0% en junio).

El mercado laboral continuaba mostrando señales contradictorias. Por un lado, los datos del INE daban cuenta de una tasa de desempleo que se mantenía en torno al 10%, de una alta inactividad —que incluso había aumentado durante mayo— y de una ocupación afectada en todas sus categorías. En contraste, los registros de cotizantes dependientes del sistema de AFP reflejaban una ocupación asalariada formal ya totalmente recuperada. Además, el Índice de Avisos Laborales de Internet se ubicaba en sus valores más altos de los últimos cinco años, la variación anual de las remuneraciones reales se acercaba a sus valores de 2019 y las expectativas de empleo del IMCE se posicionaban en terreno optimista. Por otro lado, la información parcial recopilada para el IPN de agosto daba cuenta de que las dificultades para conseguir mano de obra se habían acentuado en un mayor número de sectores económicos y se había traducido en aumentos salariales en varios casos. Gran parte de los entrevistados lo relacionaba con las medidas de apoyo a los ingresos, un aumento del trabajo informal, el temor de las personas a contagiarse y el cierre de fronteras.

En el mercado financiero local, las tasas de interés del mercado de renta fija habían tenido aumentos adicionales desde la Reunión precedente, en lo cual habían incidido distintos elementos de carácter idiosincrático. Resaltaba el alza de las nominales a dos años plazo, en cerca de 110 puntos base (pb), explicada por factores como el cambio en las perspectivas económicas y de política monetaria, en especial tras conocerse la minuta de la Reunión de junio. Las recientes operaciones del Ministerio de Hacienda



habían afectado el desempeño en los tramos más largos. El BCP10 había mostrado una volatilidad elevada en el período, ampliando la divergencia con sus símiles externos (+35pb el diferencial respecto de su par de Estados Unidos). En tanto, el peso se había depreciado, alcanzando sus máximos valores en lo que va del año, coincidiendo con la caída del precio del cobre y el fortalecimiento global del dólar. El IPSA acumulaba leves ganancias y el premio por riesgo soberano (CDS) exhibía cierto descenso. En el mercado monetario, la abundante liquidez en dólares de la banca mantenía acotado el costo de financiamiento en esta moneda a nivel local. En pesos, este costo había subido, influido por el ajuste de las expectativas de política monetaria.

Respecto del crédito bancario, el segmento comercial había sostenido flujos positivos de crédito en los últimos meses, en un contexto en que continuaban las reprogramaciones, refinanciamientos y amortizaciones, así como la operación de programas especiales de liquidez y garantías. Las colocaciones del Fogape-Reactiva mostraban un comportamiento reciente más bien estable, mientras que los préstamos no Fogape habían aumentado sus flujos, los que se enfocaban en firmas de menor tamaño. Igualmente, la cartera comercial conservaba tasas de crecimiento anual negativas (-4,5% real anual en junio), lo que se relacionaba con la elevada base de comparación que había dejado el otorgamiento de las líneas Fogape-Covid durante el 2020. Los créditos de consumo habían seguido reduciendo su contracción anual (-14,6% real anual en junio), en respuesta a la abundante liquidez de los hogares, y los flujos en el segmento hipotecario lucían estables en el margen. Por su parte, las tasas de interés daban cuenta de variaciones más acotadas, manteniéndose en niveles bajos en las diferentes carteras. En tanto, la morosidad del sistema en su conjunto permanecía contenida.

Según lo reportado en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre, destacaba una menor demanda de las empresas tanto para capital de trabajo como para inversión, en medio de condiciones de otorgamiento que se vislumbraban algo más estrictas, entre otros motivos por una sensación de deterioro del entorno económico o de mayor riesgo deudor. Esto era complementado por información recabada en el marco del IPN, que develaba que la mayoría de las firmas entrevistadas hasta ese momento no habían solicitado nuevos préstamos ante la mejora de los flujos de caja o por cautela dado los distintos focos de incertidumbre imperantes. Las que sí habían pedido créditos daban cuenta de mayores exigencias, sobre todo en rubros como el turismo o la construcción. En cuanto a los hogares, la ECB señalaba una oferta que se mantenía flexible, mientras que la demanda se observaba dinámica en la cartera de consumo y más débil en la hipotecaria. Esto último, ligado en parte a mayores tasas de interés en ese segmento, fenómeno que también había sido mencionado en el IPN.

La inflación total había aumentado hasta 3,8% anual a junio, lo que respondía mayormente a la evolución del precio de los combustibles en los últimos meses, tanto por su incremento como por la baja base de comparación que dejó igual período del 2020. El precio de los alimentos, en cambio, había ido reduciendo su contribución a la inflación total. La variación anual del componente subyacente —IPC sin volátiles— era comparativamente menor y se mantenía algo por sobre 3% anual. En este sentido, destacaban algunos servicios que podrían haberse visto afectados por la prolongación de las cuarentenas/apertura rezagada y/o porque una parte de ellos seguía siendo imputada. En los costos, indicadores cualitativos —IMCE y resultados parciales de las entrevistas del IPN de agosto— reflejaban mayores presiones, a lo que se agregaba la aceleración que había mostrado el crecimiento de los salarios nominales. Respecto de las expectativas de mercado, si bien el registro de junio resultó inferior a lo que anticipaba el consenso, la inflación esperada a diciembre de este año y a doce meses plazo había aumentado respecto de la Reunión previa. A dos años plazo, las encuestas la seguían ubicando en torno a 3% anual.



En este contexto, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) contenidas en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y en los precios de activos financieros apuntaban a un ajuste de +25pb en la Reunión de julio, alza que la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) situaba para septiembre. La TPM proyectada a un año plazo por estas mediciones iba de 1,5 a 2,5%, y a dos años de 2,5 a 3,75%.

## Escenario internacional

En el plano externo, los datos coyunturales daban cuenta de un panorama que continuaba recuperándose, consolidando las perspectivas para este año. Esto había sido especialmente notorio en los países que enfrentaban una situación epidemiológica más controlada, ya sea por la efectividad de sus medidas de contención sanitaria o por el avance del proceso de vacunación, lo que les había permitido continuar con sus planes de reapertura. Es así como las perspectivas de empresas (PMI) en economías desarrolladas habían seguido optimistas, y destacaba especialmente el repunte de los servicios en la Eurozona. Los indicadores de confianza de consumidores y empresas refrendaban este escenario, ubicándose en terreno altamente favorable. Por el contrario, se había mantenido un rezago importante de numerosas economías emergentes, mientras que la diseminación de nuevas cepas del Covid-19 había surgido como un nuevo factor de riesgo. En América Latina, pese a que los indicadores de corto plazo, en general, habían sorprendido a la baja, las perspectivas para el 2021 seguían siendo mejores que hace unos meses, debido a las sorpresas positivas acumuladas durante el primer trimestre.

El comportamiento de los mercados financieros externos había estado influido, entre otros factores, por los recientes desarrollos epidemiológicos, las sorpresas en los datos efectivos de las principales economías y las perspectivas para la política monetaria en Estados Unidos. Desde la Reunión anterior, el dólar se había apreciado frente al resto de las monedas y las bolsas mostraban resultados mixtos, aunque destacaban los nuevos máximos logrados por algunos indicadores bursátiles en Estados Unidos. Las tasas de interés de largo plazo, en general, acumulaban descensos acotados, aunque se observaban alzas en ciertos países del bloque emergente —especialmente de América Latina—, el cual seguía exhibiendo entradas de capitales. Todo esto, en un contexto en que las presiones de costos continuaban vigentes, ligadas a las dificultades en el suministro de bienes, el incremento de los costos de transporte y/o los altos precios de insumos y materias primas. De todos modos, los de estas últimas habían disminuido en el margen, salvo los del petróleo, que continuaban con una tendencia alcista (+8,1% para el promedio WTI-Brent desde la Reunión anterior). Esto último se explicaba, en parte, por las dificultades en la OPEP para alcanzar un acuerdo respecto del aumento de las cuotas de producción. Por otro lado, destacaban las caídas recientes de algunos precios de metales, con el cobre ubicándose cerca de US\$4,3 la libra (-6,3% respecto de la Reunión anterior). El descenso de estos precios había estado influido en cierta medida por los anuncios de China de liberar parte de sus reservas de metales para la venta, con el objetivo de frenar las alzas de los mismos. Algunas autoridades monetarias, en particular la Reserva Federal, habían calificado dichas presiones como transitorias, lo que había atenuado la preocupación por los mayores registros inflacionarios recientes y los movimientos de los mercados financieros posteriores a su última reunión. A su vez, varios bancos centrales habían anunciado o empezado a concretar el inicio de sus respectivos procesos de normalización de política monetaria, sobre todo en economías exportadoras de materias primas.



## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

---

Se concordó que, en lo esencial, el escenario externo y local había evolucionado en línea con lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. Por el lado externo, destacaba el avance del proceso de vacunación en las principales economías del mundo, que había permitido ir dejando atrás la recesión. Resaltaba también la mayor preocupación por la inflación, que seguía siendo una amenaza latente, especialmente en Estados Unidos, pero respecto de la cual el mercado todavía tenía una visión más bien benigna, asociándola a fenómenos transitorios. Por último, llamaba la atención que los mercados financieros globales continuaban siendo muy constructivos, aunque para América Latina, incluyendo Chile, parecía que su visión había ido empeorando gradualmente.

En lo interno, se destacó la nueva sorpresa al alza de la actividad y el dinamismo del consumo, que contrastaban con una inversión que, pese a algunas mejoras, seguía observándose lenta y donde había preocupación por su desempeño futuro. A su vez, la inflación era algo menor que lo esperado, aunque la magnitud de las diferencias era bastante acotada. Respecto del mercado laboral, se discutió acerca de las señales mixtas que se apreciaban en su comportamiento. Por un lado, según las encuestas, en el agregado se mantenían rezagos en la recuperación del empleo, una significativa pérdida de participación laboral y un desempleo alto. Por otro, según los datos administrativos, ya se había producido una recuperación total del empleo asalariado formal, un aumento de las vacantes y, según las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI) del primer trimestre, una recuperación de la masa salarial. Se añadía la sensación que las personas mantenían cierta cautela para reanudar actividades, especialmente no asalariadas, dado el riesgo de contagio, la dificultad de las mujeres para reintegrarse al mercado laboral mientras los menores a cargo no retornaran a clases presenciales y la existencia de los programas de transferencias de ingresos a las familias. Todo esto conversaba razonablemente con las dificultades para encontrar trabajadores en ciertos sectores que se recogía en los antecedentes preliminares del IPN.

Se hizo hincapié en la persistencia de la incertidumbre a nivel local y su efecto en el mercado financiero. En este punto, se indicó que se mantenía el desacople con los mercados externos del que ya se había dado cuenta en la Reunión anterior, con tasas de interés de largo plazo que mostraban una mayor volatilidad y nuevos aumentos, un tipo de cambio parcialmente más depreciado de lo que podía explicarse por el precio del cobre y el comportamiento global del dólar, y una bolsa que seguía rezagada respecto de los referentes globales. En el caso de las tasas a menor plazo, se observaban incrementos importantes, aunque mayormente ligados a las mejores perspectivas macro y expectativas de un retiro más rápido del impulso monetario. Con todo, la evaluación general era que estos desarrollos no se habían traducido en condiciones financieras locales más estrechas. De hecho, la variación anual del crédito comercial seguía muy afectada por una elevadísima base de comparación, y los antecedentes cualitativos —Encuesta de Crédito Bancaria e IPN— destacaban la debilidad en la demanda por crédito. En este último punto, la abundante liquidez parecía estar jugando un rol importante.



### 3. Análisis de las opciones de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que la información recogida desde la Reunión anterior reafirmaba la necesidad de ir reduciendo el elevado grado de expansividad de la política monetaria. También concordaron en que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, sería necesario continuar estimulando la economía por un tiempo prolongado, aunque con una intensidad menor que la actual. Ello, pues aún persistían bolsones de debilidad en algunos sectores y un grado relevante de incertidumbre, a lo que se sumaba la considerable consolidación fiscal supuesta para el 2022. En este contexto, el Consejo evaluó dos opciones: mantener la TPM en 0,5% o aumentarla en 25pb, hasta 0,75%.

Todos los Consejeros concordaron que un aumento de 25pb de la TPM era suficientemente robusto a los distintos escenarios que se habían analizado para la economía y, por lo tanto, la convertía en la mejor opción. De hecho, era la alternativa dominante para una economía que mostraba un ritmo de recuperación coherente con un cierre de la brecha de actividad más rápido que lo anticipado, pero también con perspectivas de crecimiento más bajas hacia el mediano plazo. Aumentar la TPM en 25pb también era congruente con las señales previamente entregadas e internalizadas por el mercado. Respecto de la opción de mantener la TPM en 0,5%, esta podía considerarse en la medida que se estimara que la probabilidad de concreción de escenarios menos favorables seguía siendo elevada; sin embargo, dicha probabilidad había disminuido dada la evolución de la economía.

El Consejo consideró relevante reafirmar que, como es usual, los ajustes futuros de la TPM dependerían de la evaluación que se hiciera en cada Reunión respecto del comportamiento de la economía. Las señales obtenidas hasta ahora hacían poco probable los escenarios que marcaban los límites del corredor de tasa del IPoM de junio. De hecho, varios Consejeros destacaron que al momento de la Reunión los precios de mercado habían tendido a internalizar un proceso de ajuste de la política monetaria más rápido de lo que se consideraba apropiado dado el escenario central del IPoM de junio. En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que los riesgos de mediano plazo y la necesidad de comprender con mayor precisión el estado del mercado laboral y la evolución del crédito hacían conveniente que el ritmo de ajuste de la política monetaria fuera gradual. Esto, se concluyó, era plenamente coherente con la idea que, aún en un contexto de gradual normalización, la política monetaria continuaría acompañando la recuperación de la economía, anticipándose que la TPM estaría por debajo de su valor neutral durante todo el horizonte de política de dos años.

### 4. Decisión de política monetaria

---

El Presidente señor Marcel, el Vicepresidente señor Vial y los Consejeros señor García, señor Naudon y señora Costa votaron por aumentar la TPM en 25pb, hasta 0,75%.

