

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2021

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 279, celebrada el 26 y 27 de enero 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Rodrigo Cerda Norambuena.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; 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 (S), 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 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 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 Marlysp Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Escenario nacional

En el ámbito local, el Imacec de noviembre entregaba señales de que la actividad seguía recuperándose, continuando así con el paulatino proceso de reactivación de la economía. En términos anuales, el crecimiento había llegado a 0,3% y la serie desestacionalizada había aumentado 1,1% respecto del mes precedente. Las disparidades entre sectores se mantenían, siendo los servicios los más rezagados que, aunque habían crecido mes a mes, continuaban fuertemente afectados por las restricciones sanitarias. Por su parte, la minería había decaído en comparación

con el mes y año anterior. Los sectores con mejor desempeño relativo eran la industria y también el comercio, que mantenía el alto dinamismo adquirido con el retiro de los fondos previsionales y las transferencias fiscales. Coherente con lo anterior, el índice de actividad del comercio al por menor y las ventas de vehículos (ANAC) se encontraban en niveles altos y los inventarios, reflejados en el respectivo índice del comercio, habían descendido significativamente. Sin embargo, la recuperación de las importaciones de consumo tenía el potencial de subsanar en parte esto último en el corto plazo. En cuanto a la inversión, las ventas de vivienda y las importaciones de bienes de capital eran indicio de cierta reactivación.

En el mercado laboral se observaba una recuperación respecto de las caídas de mediados de año; no obstante, las brechas que se habían generado producto de la pandemia continuaban siendo relevantes. Así, la ocupación y las horas trabajadas seguían aumentando mes a mes. El índice de vacantes y las expectativas de contrataciones del IMCE reflejaban una mayor demanda por empleo; sin embargo, la oferta seguía estando restringida, fundamentalmente por motivos relacionados con el Covid-19 o por responsabilidades familiares. En tanto, las expectativas de las empresas y de los consumidores reflejaban un impacto acotado del aumento de las restricciones en diciembre. En este escenario, las expectativas privadas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de enero anticipaban para el 2021 una expansión del PIB total y no minero de 5,0 y 5,2%, respectivamente.

Información cualitativa preliminar recopilada en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de febrero daba cuenta de cierto retroceso del desempeño de gran parte de los negocios en lo más reciente. Esto, tras un repunte importante entre fines del tercer y comienzos del cuarto trimestre del 2020. Las perspectivas para el 2021 estaban sujetas a una alta incertidumbre, en especial por la evolución de la situación sanitaria y sus implicancias en los ingresos, las inversiones y la dotación de las empresas. La mitad de los consultados había señalado que invertirá en el 2021 y una fracción mayor que lo haría en el 2022. Las principales limitantes para la decisión se relacionaban con la incertidumbre sobre la situación sanitaria, la evolución de la demanda y el ambiente político. El acceso a nuevos créditos se percibía limitado por la mayor carga financiera que presentaban las empresas, especialmente en los rubros más afectados por el distanciamiento social. En el mercado laboral seguía primando la estabilidad, aunque se informaba de nuevas desvinculaciones en algunas empresas y una menor disponibilidad de mano de obra de menor calificación. En tanto, los costos habían subido para una fracción de entrevistados, quienes lo atribuían a factores como la escasez de insumos y/o productos para la venta. Además, señalaban que estas alzas no siempre se habían podido traspasar a precios.

Los mercados financieros locales, en general, se habían acoplado al tono más positivo de sus símiles internacionales. Destacaban las ganancias que había acumulado el IPSA, superiores incluso a las de algunos indicadores de economías comparables, y la apreciación del peso relativo a sus valores promedio del año pasado. En el mercado de renta fija, las tasas de interés habían disminuido para los distintos plazos, especialmente en los tramos más largos, anotando a 10 años plazo caídas del orden de 30 y 40 puntos base (pb) los BCP y BCU, respectivamente. Para los papeles reajustables también se verificaban bajas significativas a plazos más cortos (-35pb a 2 años), afectadas por mejores perspectivas para el consumo interno.

Respecto del crédito bancario, las colocaciones comerciales habían continuado reduciendo su tasa de expansión real anual (2,9% en diciembre; 4,4% en noviembre), manteniéndose en niveles acotados la actividad ligada a líneas Fogape-Covid y el uso de la segunda etapa de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC 2). A esto se sumaba una contracción más intensa de la cartera de consumo (-16,5% real anual en diciembre) y un crecimiento relativamente estable de la hipotecaria en los últimos meses (5% real anual en diciembre). Las tasas de interés permanecían bajas para todas las categorías de préstamos. En cuanto a los indicadores de riesgo (Comisión para el Mercado Financiero), la morosidad del sistema bancario en el agregado seguía contenida, a la vez que resaltaba el incremento de las provisiones y la pérdida esperada para el segmento comercial.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre volvía a reportar menores solicitudes de fondos para inversión y capital de trabajo de las empresas, mientras que la oferta se observaba más estricta, sobre todo para las pymes. Esto era coherente con el aumento de la carga financiera y de la percepción de riesgo a nivel corporativo, principalmente en un escenario de recuperación más lenta que lo previsto de la economía local. Para hacer frente a ello, las autoridades habían promulgado la ley que extendía los usos del Fogape —Fogape Reactiva—, con el fin de adecuarlo a las nuevas necesidades de las firmas. En cuanto a los hogares, la ECB revelaba en el margen una mayor demanda y condiciones de otorgamiento más laxas. También en el plano cualitativo, información recabada en el último IPN refrendaba los altos niveles de endeudamiento de las empresas y su impacto en el acceso al crédito, en especial en los rubros de mayor interacción social. Una fracción de los entrevistados señalaba dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras, agregando en ciertos casos el recorte de gastos como una de las estrategias para poder hacer frente a las mismas.

Respecto de la inflación, esta había cerrado el año 2020 en 3% anual; 3,3% para la medida subyacente —IPC sin volátiles. El registro mensual de diciembre

—0,3%— había respondido principalmente a algunos bienes de alta demanda que habían continuado impulsando la inflación de los últimos meses, en tanto que la inflación de servicios seguía débil. Este escenario se había dado en medio de bajos niveles de inventarios, cuya reposición estaba ocurriendo gradualmente, y de altos costos de transporte. Esto había sido refrendado en la información preliminar recopilada en el IPN de febrero, en donde se relataba la escasez de algunos insumos y/o productos para la venta, lo que se había atribuido a temas logísticos, principalmente el encarecimiento del transporte marítimo, problemas de producción y al agotamiento de *stocks*. A mediano plazo, se evaluaba que las presiones inflacionarias seguirían siendo acotadas, prevaleciendo el cierre paulatino de la brecha de actividad. En relación con las expectativas del mercado a un año plazo, la EEE había subido a 3%, misma cifra en la que se había mantenido la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) a igual horizonte. A dos años plazo, tanto la EEE como la EOF habían continuado en 3%.

Escenario internacional

En el plano externo, el panorama general para el 2021 no presentaba mayores cambios respecto de lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM), combinándose un escenario de corto plazo algo más débil —por la evolución de los contagios— y expectativas a plazos mayores que mejoraban —por los avances en el desarrollo y aplicación de la vacuna. Las expectativas de hogares y empresas eran coherentes con este escenario, dando cuenta de una peor visión a corto plazo y una mejor hacia más adelante, lo que también era recogido por las perspectivas de crecimiento del mercado. Estas últimas también evidenciaban las diferencias entre el proceso de recuperación previsto para las economías desarrolladas y emergentes, en lo que la velocidad del proceso de vacunación jugaba un rol relevante.

Las condiciones financieras externas permanecían favorables, en medio de estímulos monetarios que se sostendrían por largo tiempo, según lo declarado por las autoridades de distintos bancos centrales. A esto se sumaban los anuncios de nuevos estímulos fiscales, en particular en EE.UU. Lo anterior había propiciado una subida de los mercados bursátiles a nivel global, un incremento de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas, flujos de capital hacia las economías emergentes y aumentos de los precios de las materias primas. En estas últimas, resaltaba la fuerte recuperación del precio del petróleo (cerca de 15% para el promedio del barril de Brent y WTI desde la Reunión anterior) y el alza del cobre hasta los US\$3,6 la libra (algo más de 3% desde la Reunión anterior). Estos incrementos habían respondido al debilitamiento del dólar estadounidense, perspectivas más favorables para la demanda y algo menores para la oferta.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Hubo consenso en que la evolución de la economía, tanto a nivel global como local, había estado, en líneas generales, acorde con lo previsto en el último IPoM. La actividad había cerrado el año 2020 dentro de lo proyectado, mientras que la inflación se había ubicado levemente por sobre lo esperado para el cierre del año. Se destacó que el trasfondo sanitario de estos desarrollos había estado conformado por la combinación de mayores restricciones a la movilidad, en respuesta al aumento de contagios de Covid-19 y los avances concretos en la producción y aplicación de vacunas. De este modo, la mayor debilidad de la actividad a inicios del 2021 se compensaba con mejores perspectivas para el resto del año. En este contexto, los mercados financieros habían reflejado este mayor optimismo, impulsando las bolsas, los flujos de capitales a economías emergentes y los precios de las materias primas.

Se concordó en que, pese a todo, seguían persistiendo riesgos y desafíos en el horizonte. Uno de ellos sería la capacidad de implementar un proceso masivo y eficiente de vacunación, sin descuidar la observación de medidas sanitarias, hasta que los riesgos de contagio y sus impactos más severos estuvieran adecuadamente controlados. En este contexto, un desafío importante sería el mantener el impulso de la política monetaria y fiscal, así como la capacidad para resguardar la estabilidad financiera, hasta que la economía fuese capaz de alcanzar un ritmo de crecimiento autosostenido, reduciendo las brechas y fricciones que aún se observaban.

Se destacó que después de meses de debilidad por una crisis sin precedentes, donde el centro de la preocupación había sido evidentemente el corto plazo, iba llegando el momento de profundizar en los desafíos que planteaba el mediano plazo. Se añadió que este era un debate que se estaba dando en muchas partes y que, en la práctica, se podía entender como pasar de medidas de contención de daños, que se concentraron en gran parte en temas de estabilidad financiera, hacia políticas que apoyaran la recuperación económica, manteniendo al mismo tiempo la inflación alineada con la meta. En todo caso, se recalcó que esto no era una tarea inminente, pero era importante tenerlo presente, dado que los plazos usuales con que operaba la política monetaria eran más largos y que varias de las medidas implementadas tenían un horizonte de aplicación bastante extenso.

Se discutió acerca de la evolución de la inflación local. Hubo coincidencia en que su aumento reciente se explicaba principalmente por fenómenos de corto plazo, agregándose que las proyecciones para los próximos meses incorporaban impactos adicionales por el alza en los precios volátiles, compensados parcialmente por la apreciación cambiaria y la mayor debilidad

en los servicios. Hacia el mediano plazo, la convergencia de la inflación se lograba en la medida que la economía recuperara su crecimiento tendencial, apoyada en el impulso externo, fiscal y monetario, y en que los avances en el control sanitario permitirían liberar las restricciones a la oferta, para lo que sería necesario mantener un estímulo monetario importante. Aunque todo sugería que los factores de corto plazo no implicaban necesariamente tendencias de mediano plazo, en los próximos meses sería importante hacer un seguimiento de ellos, de modo de calibrar adecuadamente el nivel de estímulo monetario y los instrumentos que la economía requería para consolidar su recuperación.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, dado el contexto macroeconómico causado por la pandemia, el mensaje de política monetaria debía seguir enfatizando que se mantendría un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de los objetivos del Banco. Esto hacía prever que la TPM seguiría en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años y que las medidas no convencionales continuarían en aplicación.

Todos los Consejeros concordaron en que el avance en el proceso de recuperación económica hacía necesario adecuar las condiciones financieras para que las empresas pudieran hacer frente a las necesidades que surgían en esta nueva etapa del ciclo económico. En particular, hubo acuerdo en que el debilitamiento de la demanda y oferta de crédito comercial observado en los últimos meses reflejaba que la mera disponibilidad de nuevos créditos para capital de trabajo ya no sería suficiente para satisfacer las necesidades de las empresas. Esto, porque algunas necesitaban financiamiento para inversiones o porque otras registraban una acumulación de obligaciones que no estarían en condiciones de cumplir con los flujos de ingresos que tendrían en los meses siguientes.

Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que el Banco podía jugar un rol relevante proveyendo la liquidez necesaria para que el sistema financiero generara las condiciones para que las empresas lograran adecuar su carga financiera. En particular, la recientemente aprobada legislación sobre garantías estatales —Fogape Reactiva— abría un espacio para que el Banco adaptara la FCIC y cumpliera con el compromiso establecido en el Comunicado de la Reunión anterior. Esta adecuación de la FCIC involucraba completar el impulso comprometido por el Consejo a través de instrumentos no convencionales, mediante un mecanismo que había asegurado una efectiva transmisión de la

política monetaria. Para ello, aun manteniendo las condiciones financieras residuales de la segunda etapa de la FCIC, sería necesario adecuar las condiciones de acceso, incorporando las nuevas definiciones del Fogape, focalizarse en flujos brutos, dado que no se buscaba elevar necesariamente el apalancamiento de las empresas, y ampliar los colaterales.

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 mantener la TPM en 0,5% y continuar con la política de reinversión del programa de bonos bancarios anunciada en diciembre. Asimismo, acordaron adecuar la FCIC, abriendo una tercera etapa que contempla un monto de US\$10 mil millones y una vigencia de seis meses. Además, acordó ampliar los colaterales elegibles para esta etapa, agregando la cartera comercial de categorías A5 y A6 con garantía estatal.