

INFORME DE POLITICA MONETARIA

MARZO 2021

ROSANNA COSTA, CONSEJERA



¿Qué nos dice este IPoM?



El proceso de recuperación de la economía chilena ha avanzado más rápido de lo previsto. La mejor adaptación de las personas y las empresas ha sido clave para esto. El avance en el proceso de vacunación también contribuye a estas mejores perspectivas, no obstante el retroceso de las mayores cuarentenas más reciente.



Varias economías, como China y EE.UU., también se han recuperado antes de lo previsto, y mejoran sus proyecciones. Ello se ha traducido en mejores términos de intercambio e incremento en las bolsas. Esto ha sido acompañado de aumentos de las tasas largas que, en la medida que responden a mejoras reales, no comprometen la recuperación de la actividad.



Pero persisten muchos riesgos, pues lo inédito de la situación causada por el Covid-19 hace que la salida de este episodio no será sencilla. El fuerte aumento de los contagios y las restricciones sanitarias es un ejemplo claro.



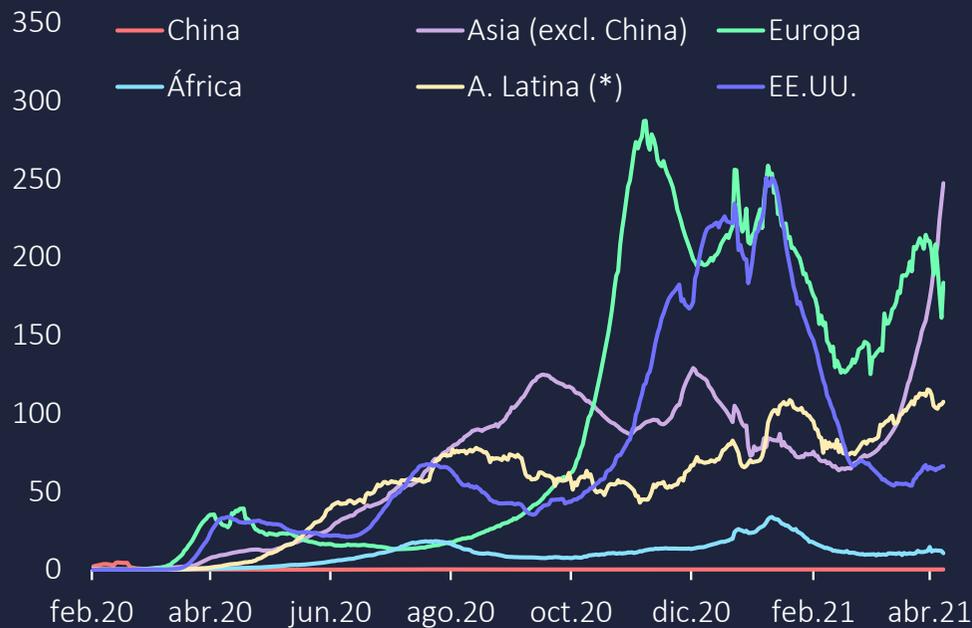
El Banco Central y otras instituciones públicas han hecho un esfuerzo importante para enfrentar la crisis y serán claves para asegurar la recuperación.



Los niveles de contagios se han mantenido elevados en varios países, con bastante heterogeneidad, mientras que el avance en la vacunación muestra diferencias importantes.

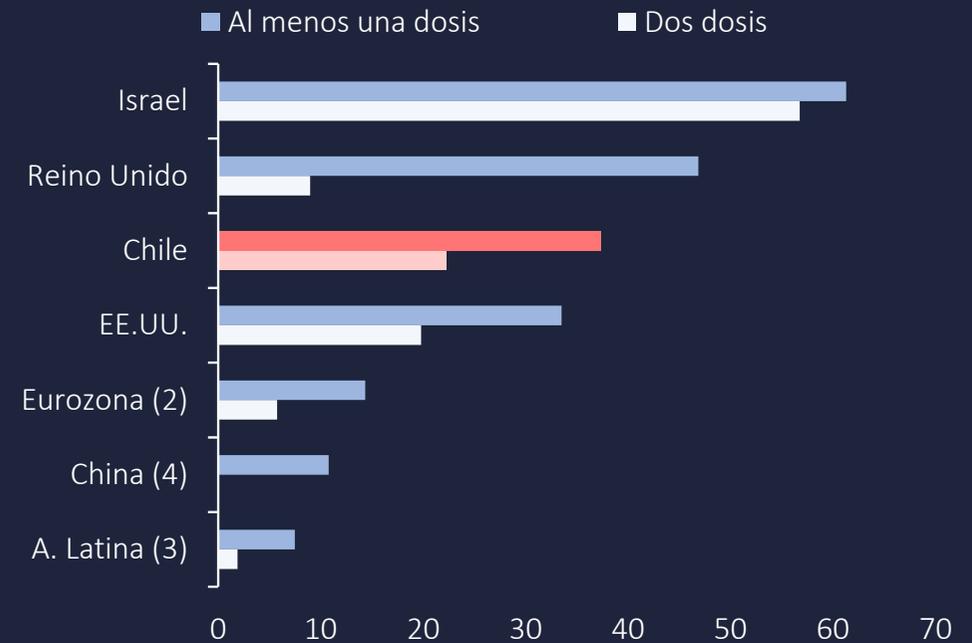


Casos nuevos diarios de Covid-19
(miles, promedio móvil de siete días)



(*) Considera a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
Fuente: Our World in Data.

Personas vacunadas (1)
(porcentaje de la población)

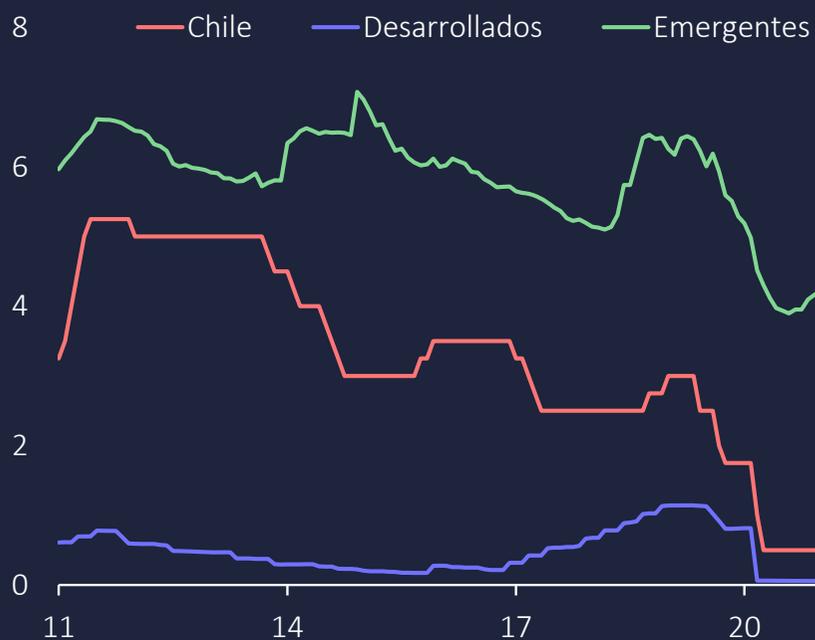


(1) Información al 8 de abril del 2021. (2) Promedio ponderado por población entre Alemania, España, Francia e Italia. (3) Promedio ponderado por población entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Corresponde a dosis totales entregadas como porcentaje de la población.
Fuente: Our World in Data.

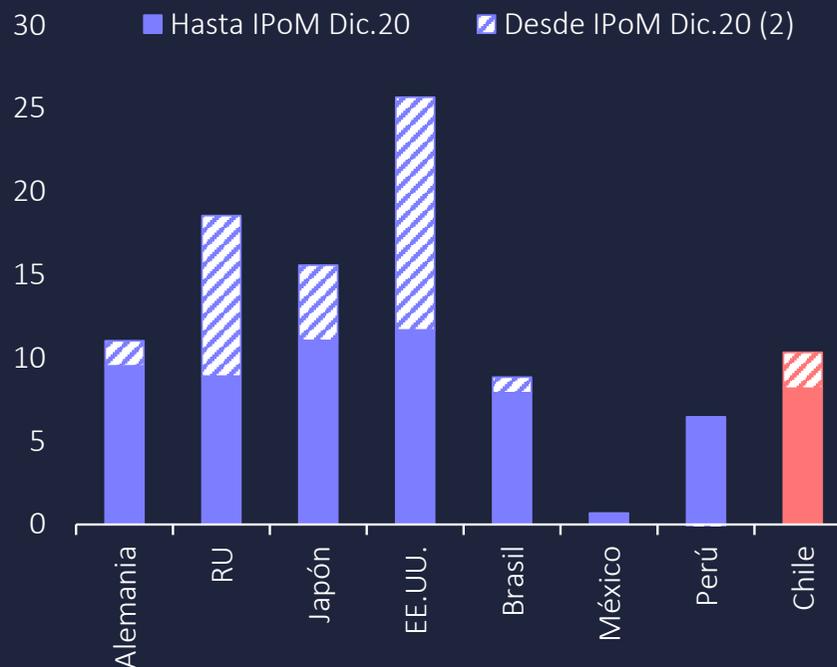
El elevado impulso de las políticas fiscales y monetarias ha sido importante para el repunte de la economía.



Tasa de política monetaria (1)
(porcentaje)



Paquetes fiscales anunciados para enfrentar crisis Covid-19
(porcentaje del PIB)

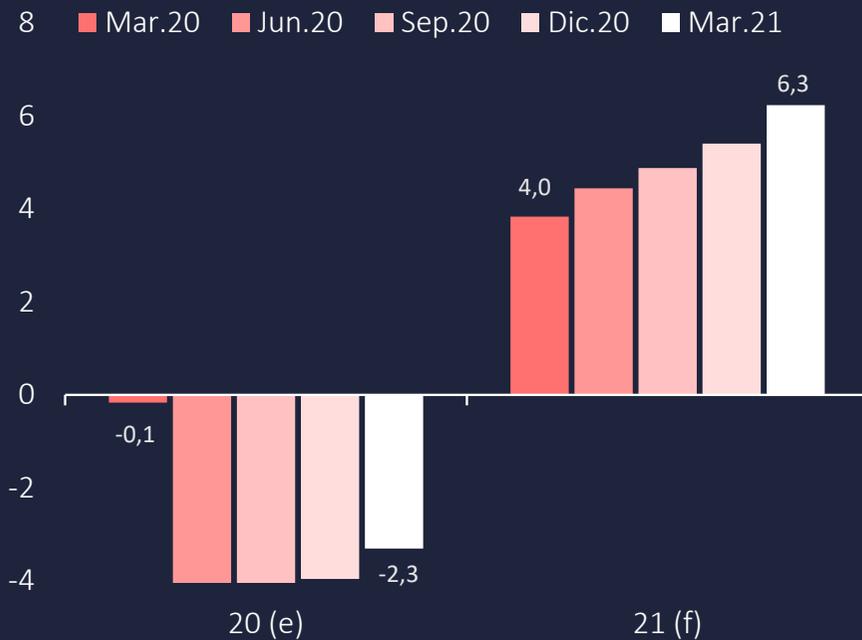


(1) Para desarrollados y emergentes, tasas ponderadas por PIB a PPP de cada país. (2) Se utilizan estimaciones internas en base a los anuncios de cada gobierno reportados en el *IMF fiscal tracker*. Datos hasta el 22 de marzo. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



La actividad a nivel global se ha recuperado más rápido de lo previsto.

Proyecciones de crecimiento mundial en los últimos IPoM (variación anual, porcentaje)



Crecimiento mundial, términos de intercambio y precios de *commodities*

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 10-19	2020 (e)	2021 (f)	Dif IPoM dic.	2022 (f)	Dif IPoM dic.	2023 (f)
Mundo a PPC	-3,7	-3,3	6,2	0,8	4,4	-0,1	3,5
Mundo a TC de mercado	3,1	-3,6	5,8	0,9	4,1	-0,2	3,0
Socios comerciales	3,8	-2,3	6,3	0,8	4,2	0,0	3,5
Estados Unidos	2,3	3,5	6,7	2,9	3,9	-0,2	2,2
Eurozona	1,4	-6,8	4,0	-0,8	4,3	-0,8	2,9
Japón	1,3	-4,9	2,9	0,8	2,2	0,5	1,2
China	7,7	2,3	8,7	0,4	5,2	0,1	5,3
India	7,1	-7,1	10,0	3,0	5,8	0,2	6,1
Resto de Asia	4,5	-2,7	6,0	0,5	4,7	0,2	3,5
América Latina (excl. Chile)	1,7	-7,2	3,8	0,6	3,2	0,1	2,3
Exp. de productos básicos	2,4	-4,5	4,7	0,4	3,6	0,1	2,4
Términos de Intercambio	1,1	8,9	11,7	9,4	-3,4	-1,0	-4,4
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	306	280	395	75	375	65	355
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	60	15	58	11	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	63	15	61	10	59

(e) Estimación. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

Con mayor rezago en los mercados laborales.

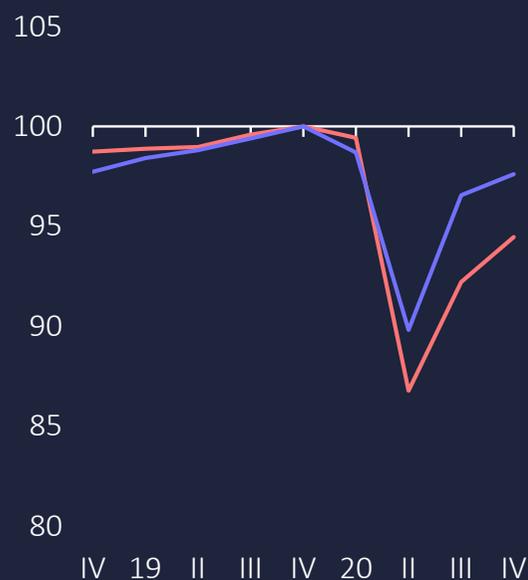


Actividad y empleo (1)

(índice IV.19=100, series desestacionalizadas)

Trimestre	EE.UU.		Eurozona		A. Latina	
	Empleo	PIB	Empleo	PIB	Empleo	PIB
2020 IV	94,5	97,5	98,1	95,1	91,1	96,5

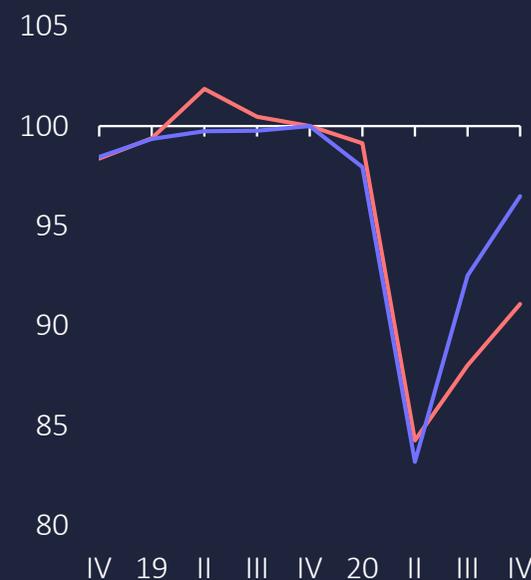
EE.UU.



Eurozona



A. Latina (2)



— Empleo — PIB

(1) Datos de empleo trimestrales para la Eurozona y en promedio de tres meses para EE.UU. y A. Latina. (2) Corresponde a la mediana entre Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Fuentes: Bloomberg y oficinas de estadísticas de cada país.



La mejora de la economía mundial también se ha reflejado en los mercados financieros, en la bolsa y en los precios de materias primas.

Mercados bursátiles (1) (2)

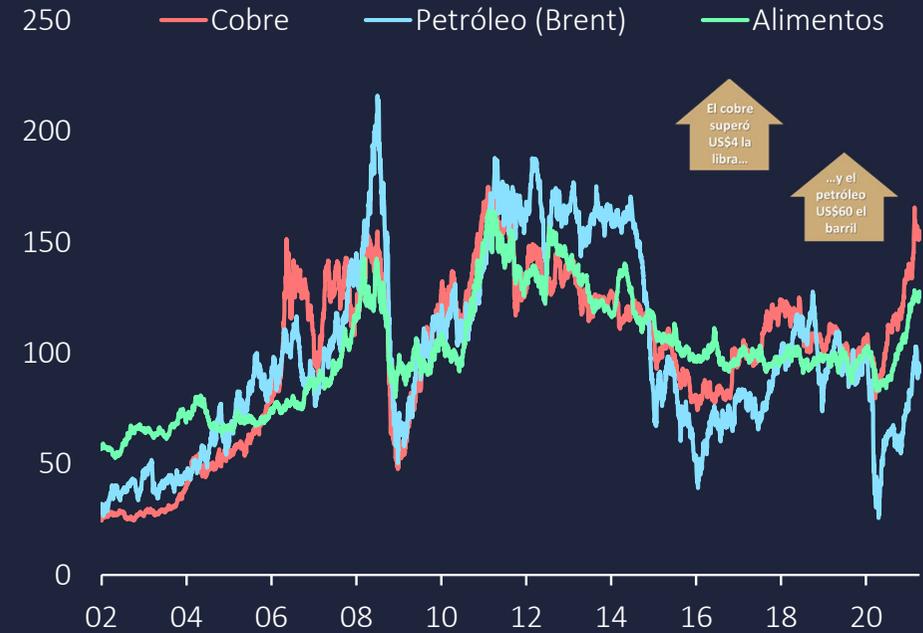
(índice 1 de enero 2020 = 100)



(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA. (2) Línea vertical punteada indica el cierre estadístico del IPoM de diciembre del 2020. Fuente: Bloomberg.

Precios de materias primas

(índice promedio 2002-2021=100)

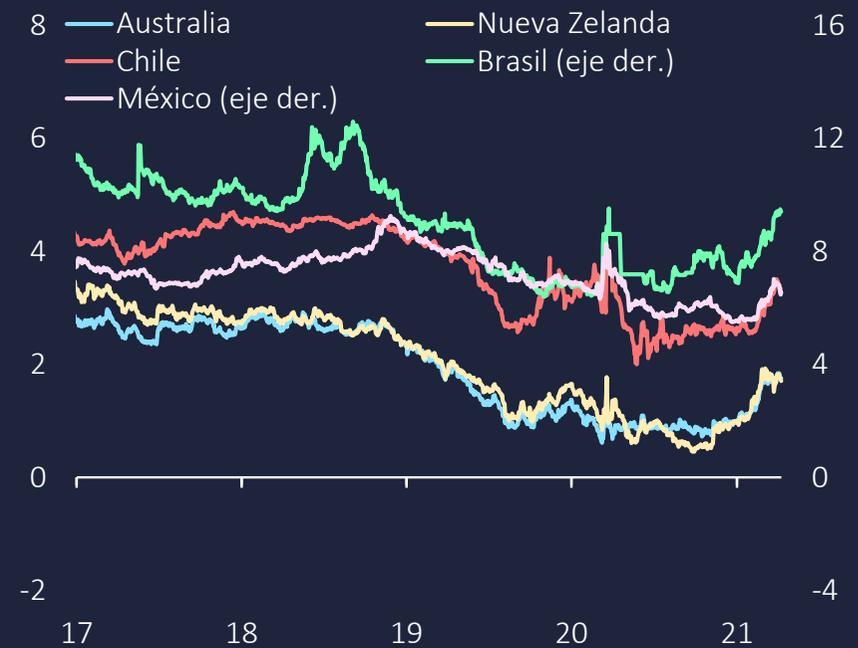
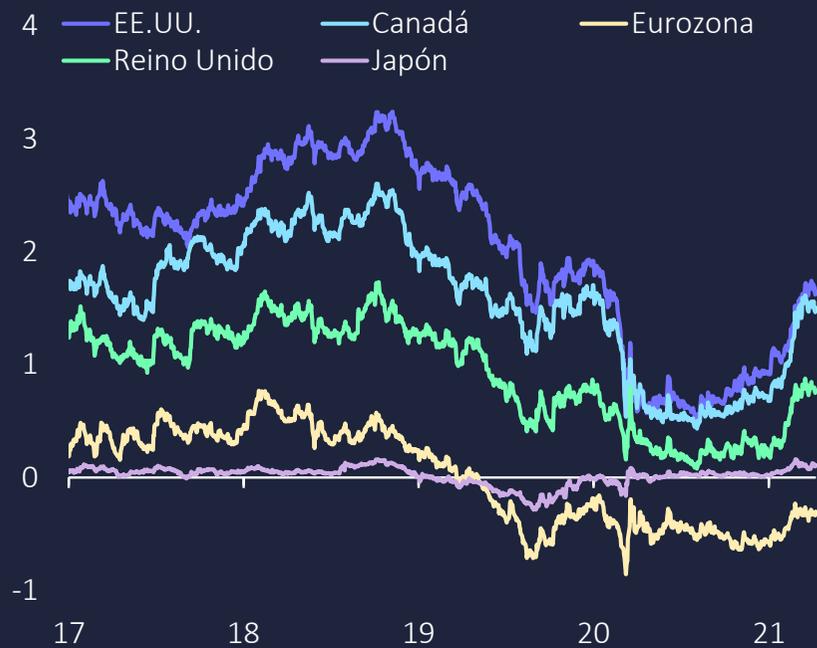


Fuente: Bloomberg.

Las tasas de interés de largo plazo, en general, han respondido a las mejores perspectivas de crecimiento.



Tasas de interés de los bonos soberanos a 10 años plazo
(porcentaje)

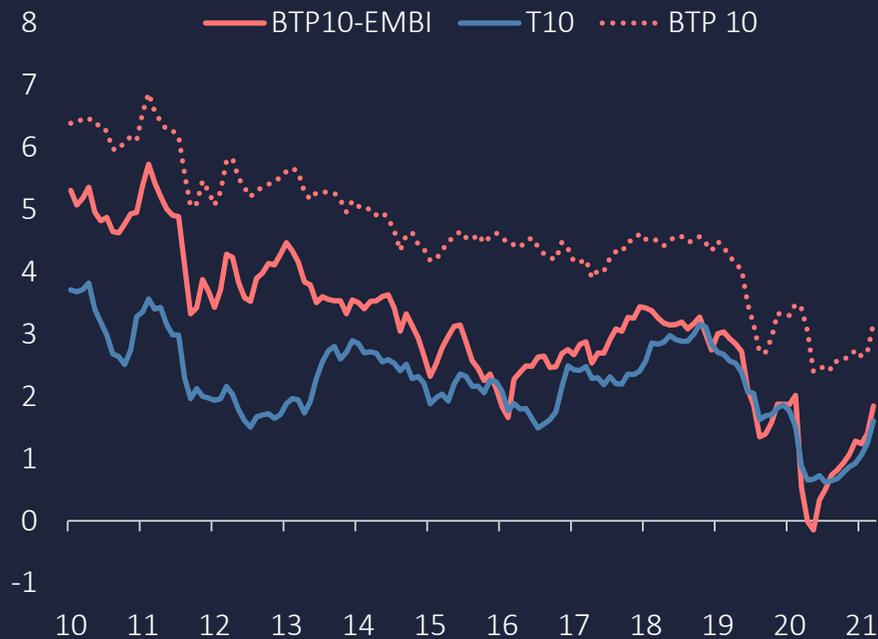


Fuente: Bloomberg.

En general, el aumento de las tasas de EEUU se asocia a mejores perspectivas de crecimiento. Los movimientos locales son similares.



Tasas de interés de los bonos soberanos a 10 años plazo
(porcentaje)



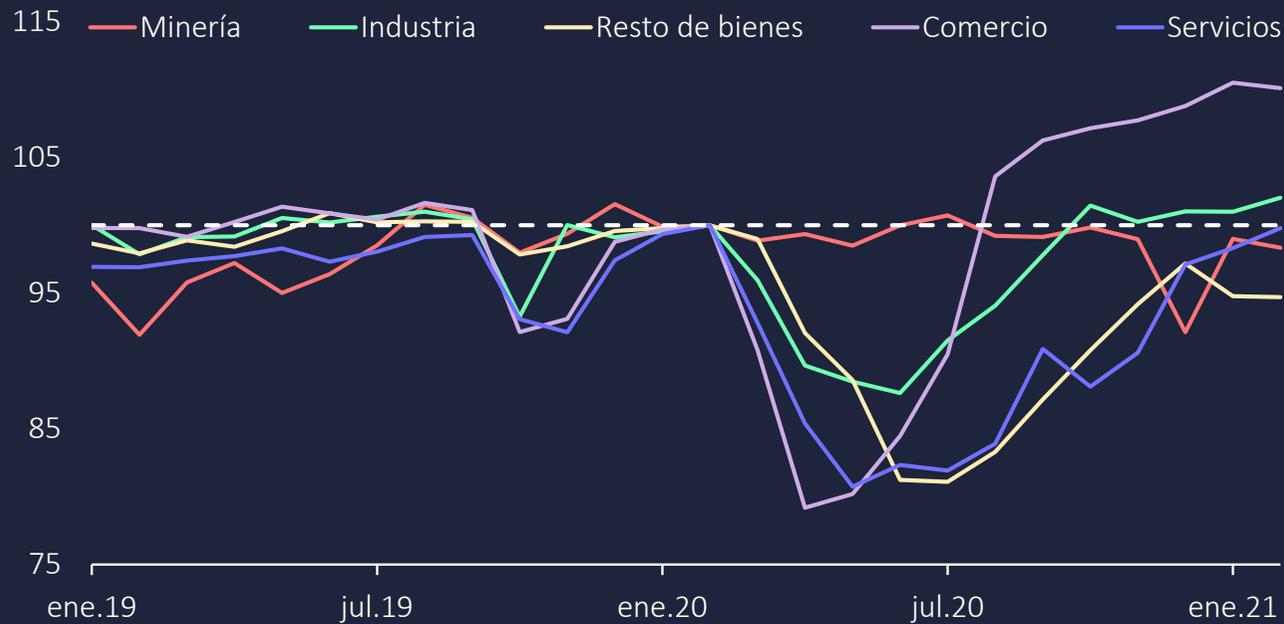
Fuente: Banco Central de Chile y FRED.

A nivel local, la recuperación de la economía ha sido más rápida que lo previsto, aunque con diferencia entre sectores.



Imacec sectorial

(serie desestacionalizada, índice febrero 2020 = 100)



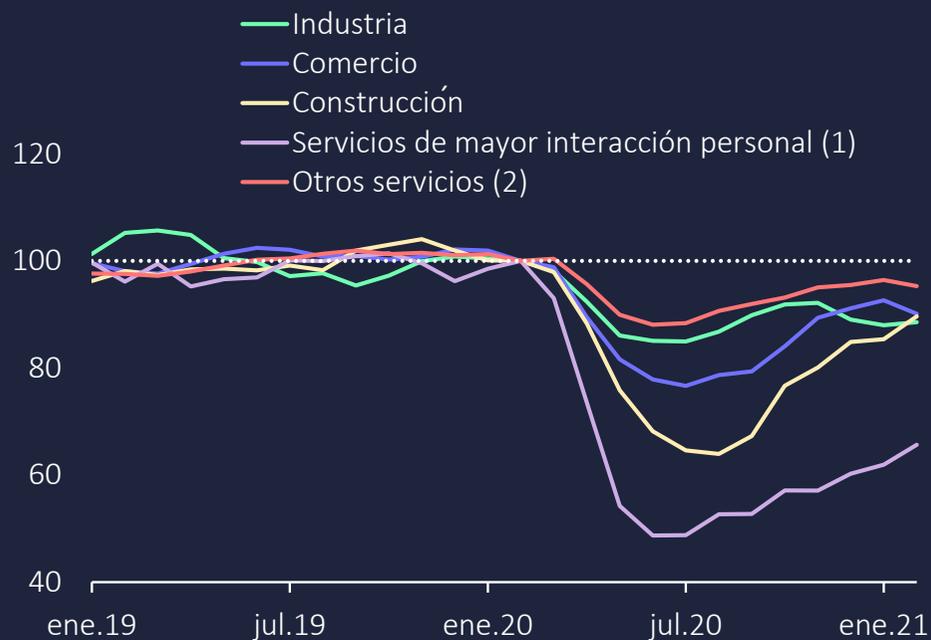
Fuente: Banco Central de Chile.

El empleo también ha aumentado, con heterogeneidad sectorial, manteniendo importantes holguras. A la fecha, existen cerca de 900 mil empleos menos que en febrero de 2020.



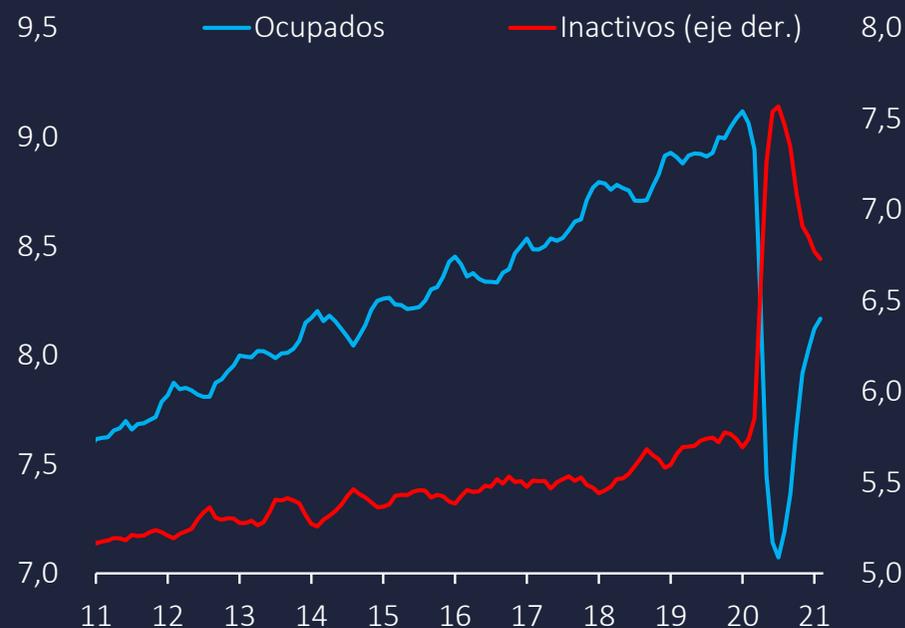
Empleo por sectores

(índice febrero 2020 = 100)



Ocupados e inactivos

(millones de personas)

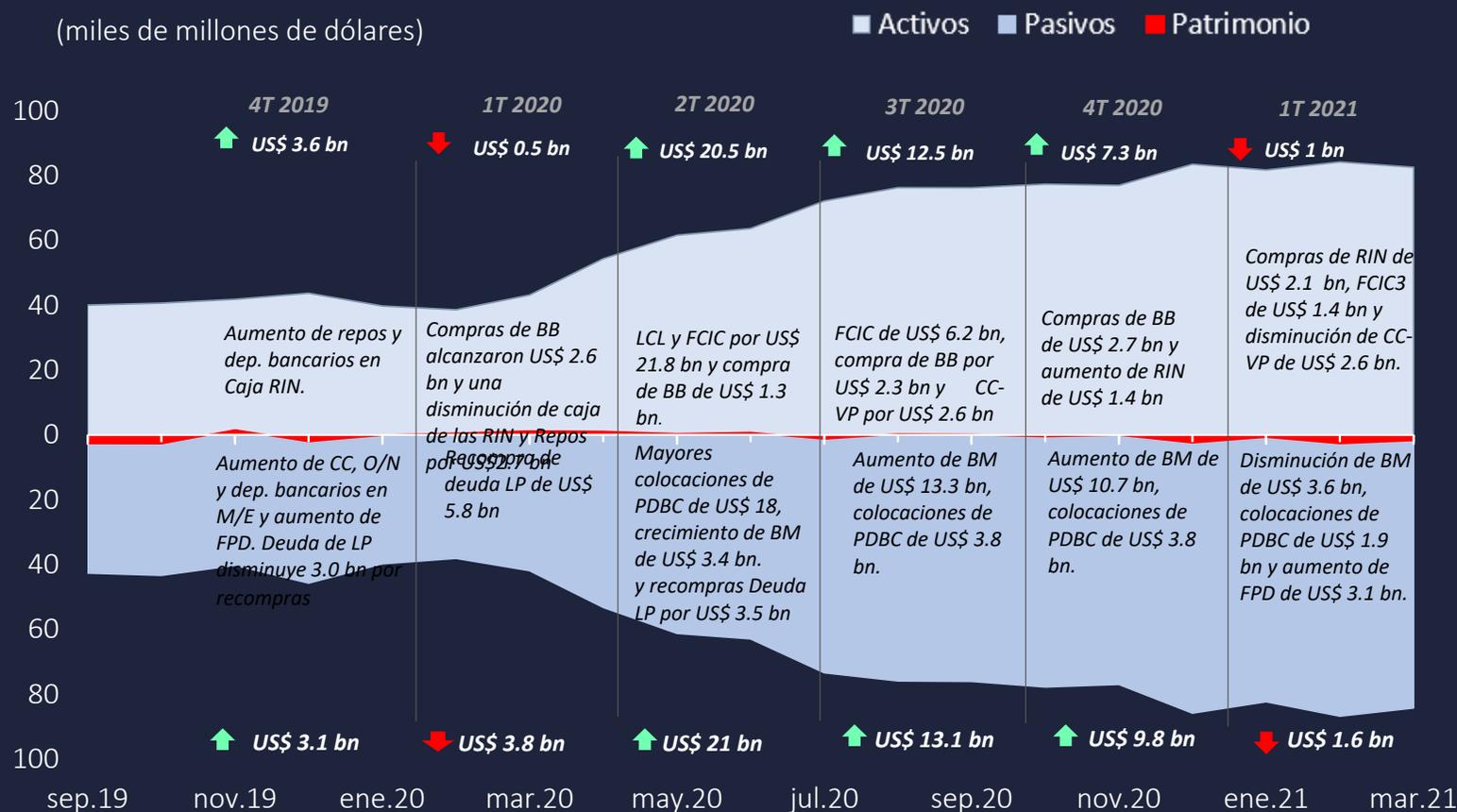


(1) Incluye actividades de alojamiento y servicios de comida; y artísticas, de entretenimiento y recreativas. (2) Incluye actividades financieras y de seguros; inmobiliarias; profesionales, científicas y técnicas; de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa; enseñanza; atención de la salud humana y de asistencia social; otras actividades de servicios; de los hogares como empleadores; y de organizaciones y órganos extraterritoriales. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

El Banco Central ha adoptado un conjunto importante de medidas para apoyar la economía, expandiendo el tamaño de su balance.



Evolución del balance del Banco Central de Chile
(miles de millones de dólares)



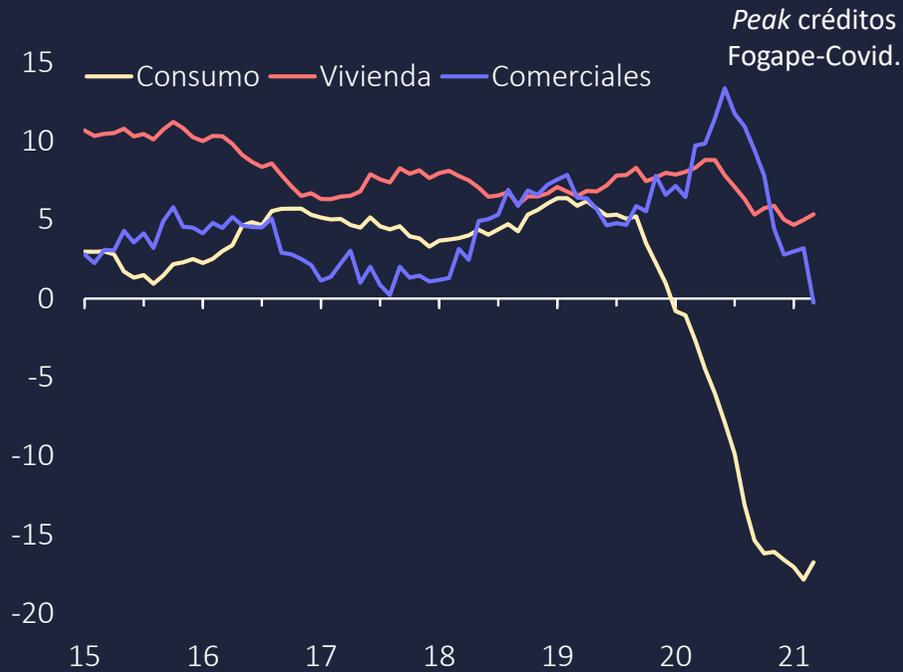
- Política monetaria convencional**
 - Recorte TPM mínimo técnico
 - Forward guidance
 - Política monetaria no convencional
 - FCIC1, 2 y 3
 - Ampliación de colaterales elegibles
 - Programa de compra de activos
- Estabilización de mercados**
 - Swap y Repo para proveer liquidez CLP y USD
 - Programa de intervención cambiaria
 - Compra de bonos selloff
 - CC-VP y compra DAP por retiro de ahorros previsionales
- Recuperación del espacio de política**
 - IMF Flexible Credit Line
 - Líneas repo swap con banco centrales
 - Reforma Constitucional sobre compra bonos del Fisco en mercado secundario
 - Internacionalización del CLP
 - Programa de reposición RIN

Fuente: Banco Central de Chile.

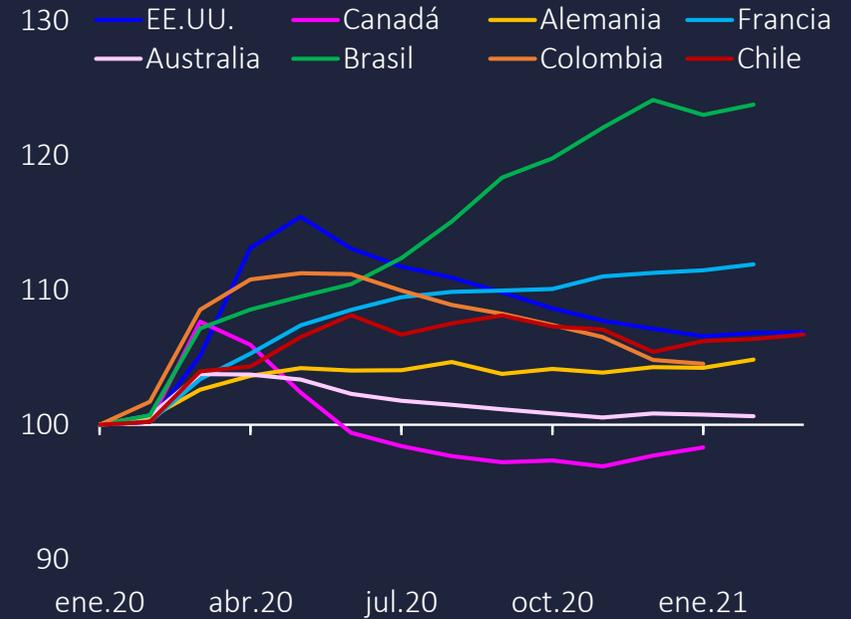
El crecimiento del crédito comercial se ha reducido respecto de mediados del 2020, pues las necesidades de financiamiento de emergencia se han ido superando.



Colocaciones reales
(variación anual, porcentaje)



Crédito bancario a empresas no financieras
(índice enero 2020=100)



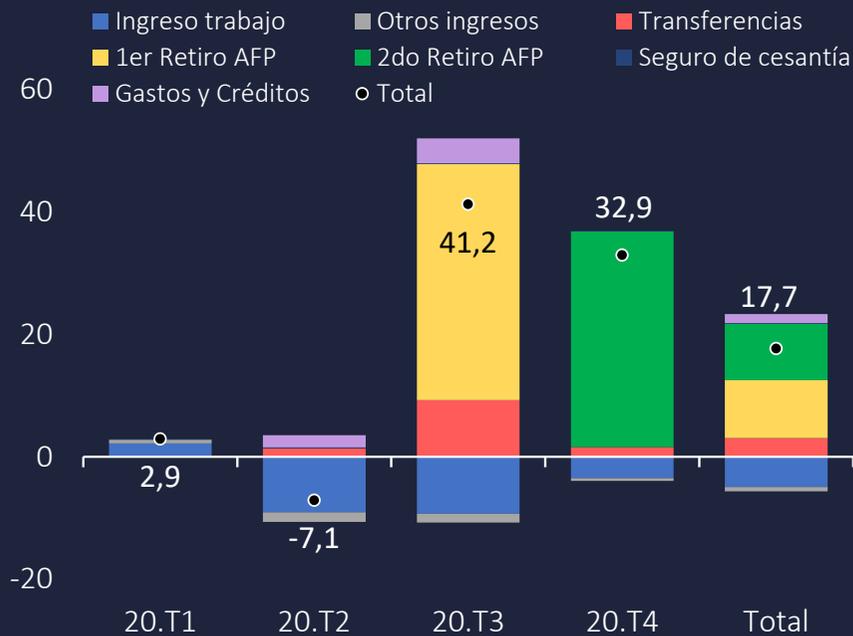
Fuentes: Bancos Central de Chile, bancos centrales de cada país y Bloomberg.



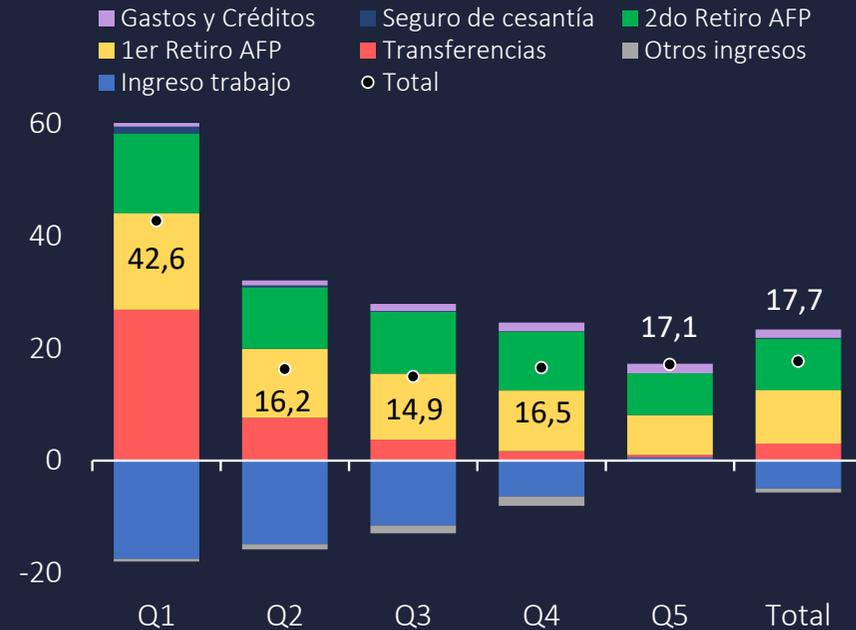
Las transferencias fiscales y los desahorros previsionales ofrecieron ingresos y redujeron restricciones de liquidez a los hogares.

Efecto de las medidas de apoyo en el ingreso de los hogares, 2020
(variación anual, porcentaje)

(a) Según trimestres



(b) Según quintiles



Fuente: Barrero *et al* (2020).



Una fracción relevante de los retiros se mantiene líquida.

Distribución estimada uso primer y segundo retiro de AFP (*)

(miles de millones de pesos)

	MMM\$	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB
Retiro pagado a enero:	24.500	100,0	12,2
Activos:	15.233	62,2	7,6
Ctas. vista y corrientes	8.984	36,7	4,5
Ahorro tradicional	4.092	16,7	2,0
Ahorro previsional	910	3,7	0,5
Ahorro para la vivienda	449	1,8	0,2
Reducción de morosidad y reprogramación	798	3,3	0,4
Consumo de bienes	3.734	15,2	1,9
Sin identificar	5.532	22,6	2,8

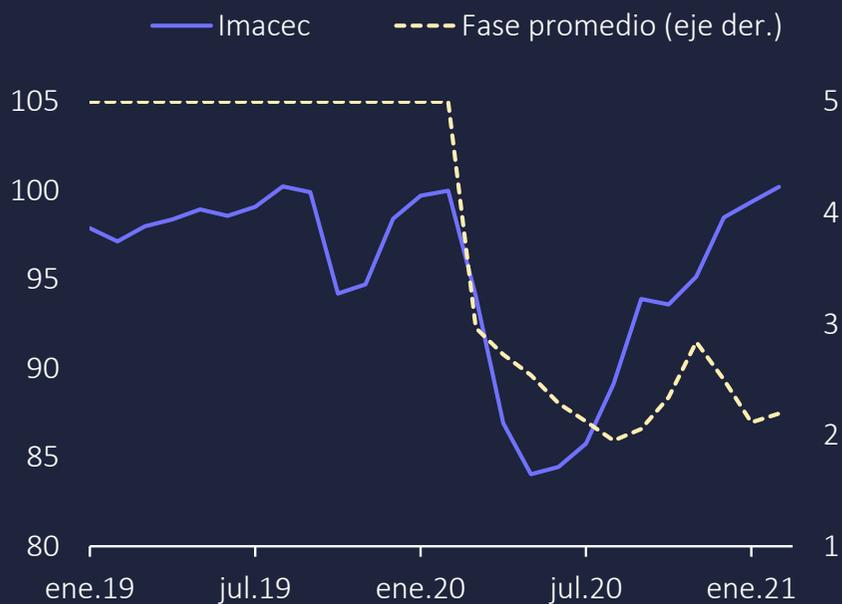
(*) Para detalles sobre su elaboración ver capítulo V del IPoM marzo 2021.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Barrero *et al.* (2020), Comisión para el Mercado Financiero, Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de Pensiones y Transbank.

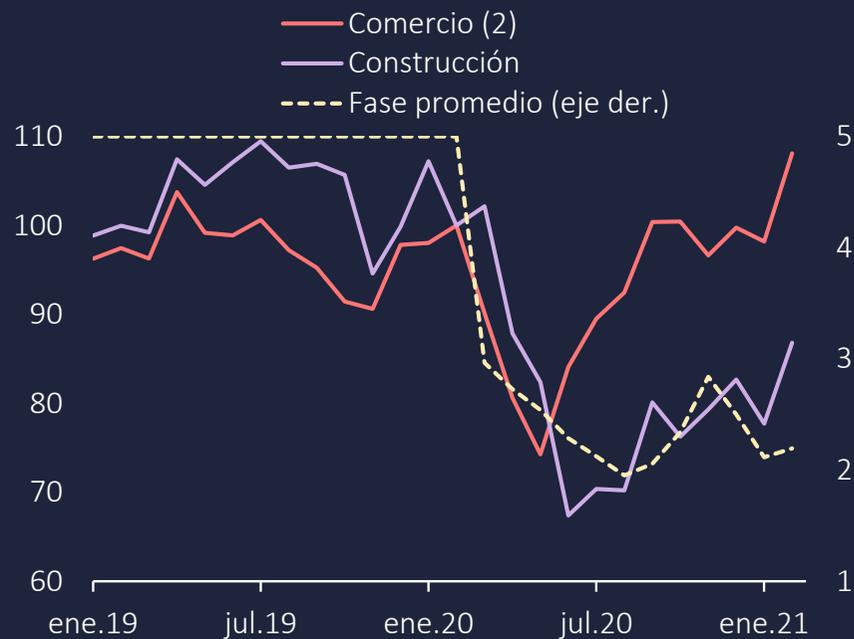
La adaptación de empresas y hogares ha sido clave para el mejor desempeño de la economía.



Población por fase del plan Paso a Paso (total país) e Imacec
(serie desestacionalizada, índice feb.20=100; fase)



Población por fase del plan Paso a Paso (total país) y ventas con factura electrónica reales, por sector económico (1)
(serie desestacionalizada, índice feb.20=100; fase)



(1) Las ventas son deflactadas con el IPC. (2) Incluye restaurantes y hoteles.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio de Salud de Chile y Servicio de Impuestos Internos.

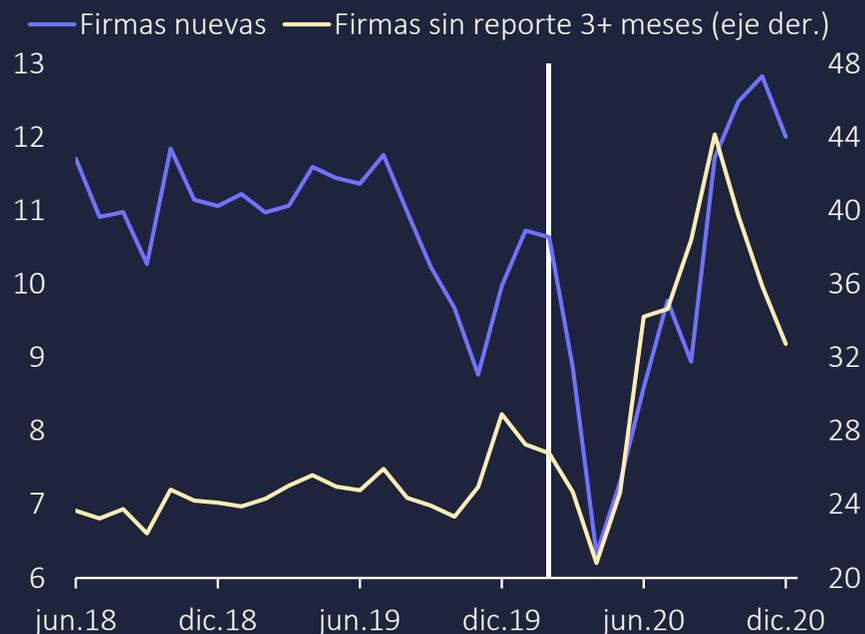
Un número significativo de empresas retomó sus ventas y ha aumentado la creación de nuevas empresas.



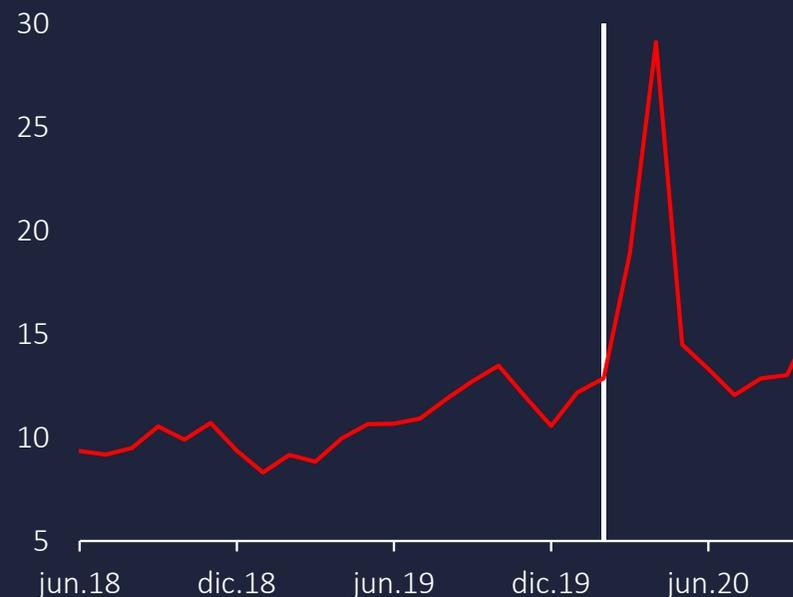
Márgenes de entrada y no reporte de empresas, 2018-2020 (1)

(miles)

Entrada y re-entrada de empresas (2)



Empresas que no reportan ventas (3)

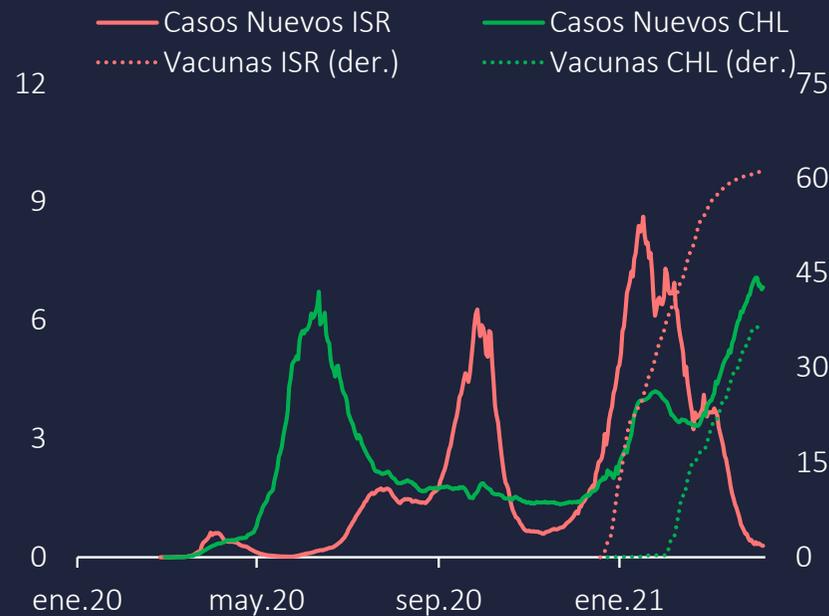


(1) La línea blanca vertical en ambos gráficos corresponde a febrero del 2020. (2) La línea azul muestra el flujo mensual de empresas que por primera vez reportan ventas. La línea amarilla incluye a empresas que vuelven a aparecer, luego de no reportar ventas por tres o más meses consecutivos. El último dato es diciembre del 2020. (3) Se incluye el flujo mensual de empresas que dejan de reportar ventas positivas y no han vuelto a hacerlo hasta el final de la muestra en enero del 2021. Para los últimos meses de la muestra se ajusta según la probabilidad de recuperación histórica, ajustado según la información obtenida en los meses de pandemia. Última observación corresponde a octubre del 2020. Fuente: Banco Central de Chile en base al formulario F29 del Servicio de Impuestos Internos.

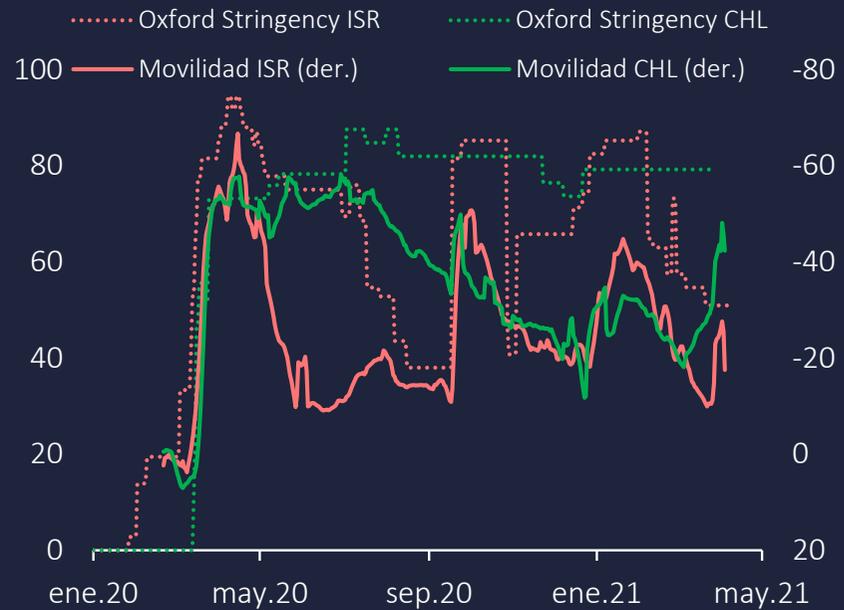


Nueva evidencia sobre los efectos de la vacunación permite prever menores restricciones hacia el segundo semestre.

Israel y Chile: nuevos casos diarios y vacunación (1) (2)
(miles; porcentaje de la población)



Israel y Chile: restricciones y movilidad (3)
(índice 100 = máxima rigurosidad; promedio móvil de siete días)

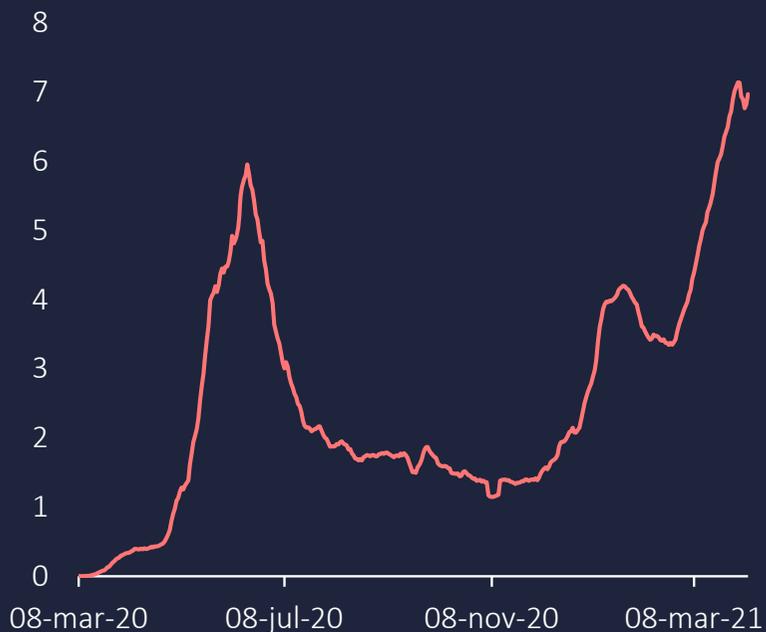


(1) Casos nuevos: Promedio móvil de siete días. (2) Vacunación: Población que recibió al menos una dosis. (3) La movilidad se calcula con el promedio de todos los subindicadores del índice de movilidad de Google, a excepción de parques y residencial. Fuentes: Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google, y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

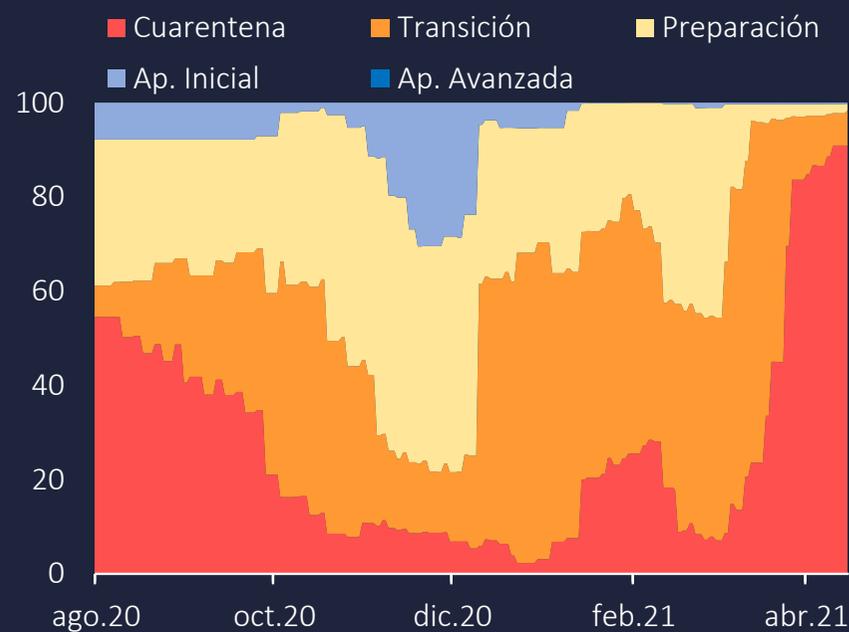
En lo inmediato, el endurecimiento de las restricciones afectará negativamente a la economía.



Casos nuevos diarios de Covid-19 en Chile
(miles de personas, promedio móvil siete días)



Plan Paso a Paso: población en cada etapa (*)
(porcentaje)



(*) Considera hasta los anuncios del 12 de abril. Fuente: Ministerio de Salud de Chile.



Las perspectivas para la economía chilena para este año mejoran respecto del IPoM de diciembre.

Proyecciones de crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)

2021

Diciembre 2020 5,5 %
 6,5 %

Marzo 2021 6,0 %
 7,0 %

2022

Diciembre 2020 3,0 %
 4,0 %

Marzo 2021 3,0 %
 4,0 %

2023

Marzo 2021 2,5 %
 3,5 %

Las mejoras para el 2021 se basan principalmente en:

Punto de partida más elevado de la economía entre fines del 2020 e inicios del 2021.

Positiva evaluación del proceso de vacunación.

Escenario externo más favorable.

Fuerte apoyo de las políticas fiscal y monetaria.

En estas proyecciones incide un efecto base, las mejores perspectivas externas, grados de adaptación a las condiciones imperantes, el proceso de vacunación y el significativo impulso de políticas monetaria y fiscal.



Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

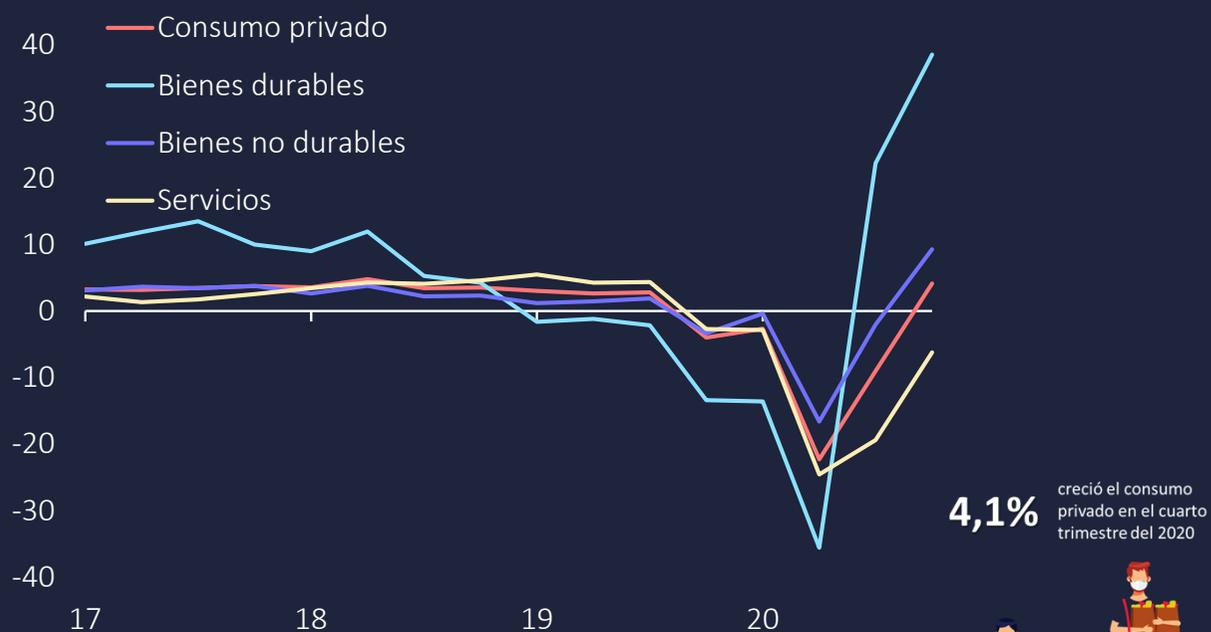
	2020 (e)	2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Dic.20	Mar.21	Dic.20	Mar.21	Mar.21
PIB	-5,8	5,5-6,5	6,0- 7,0	3,0-4,0	3,0-4,0	2,5-3,5
Demanda interna	-9,1	9,4	11,7	2,9	3,1	2,7
Demanda interna (sin var. de existencias)	-7,9	9,6	11,0	2,5	2,8	2,8
Formación bruta de capital fijo	-11,5	7,3	9,2	5,1	4,9	3,3
Consumo total	-6,8	10,3	11,5	1,8	2,2	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	4,3	3,5	4,8	4,3	3,7
Importaciones de bienes y servicios	-12,7	16,0	21,4	3,4	3,6	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	1,4	-1,5	-0,9	-1,8	-1,6	-2,4
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,2	17,0	19,1	17,6	19,3	18,9
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	20,9	20,6	20,5	21,2	21,2	21,6

(e) Estimación. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo privado mantendrá dinamismo hacia delante de la mano de la liquidez que mantienen los hogares y la recuperación de la actividad y el empleo.



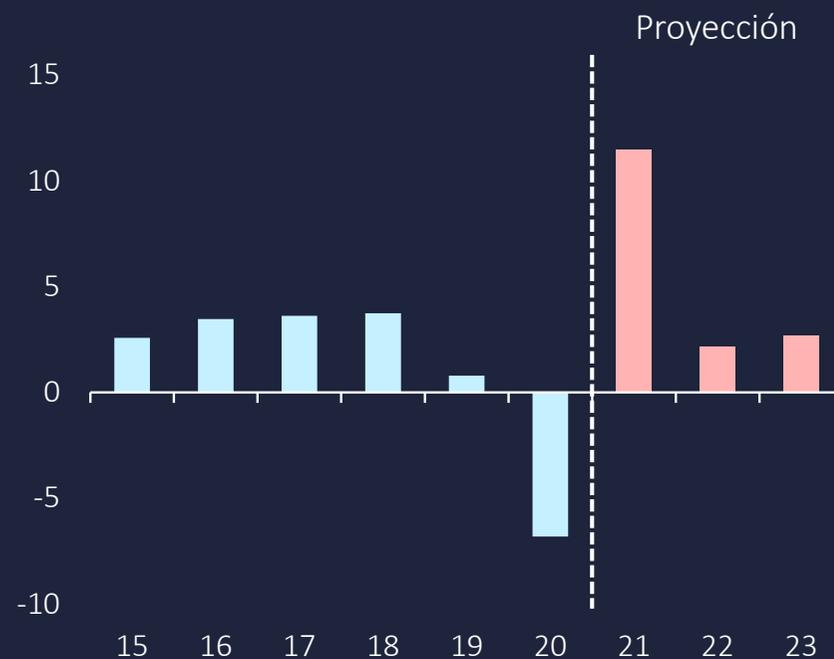
Consumo privado por componentes
(variación real anual, porcentaje)



4,1% creció el consumo privado en el cuarto trimestre del 2020



Consumo total
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



La inversión mantendrá una lenta recuperación, en medio de niveles de incertidumbre aún elevados.

Incidencias reales anuales en la FBCF (*)

(puntos porcentuales)



IPN: ¿Por qué razón cree que su empresa no realizará inversiones durante el 2021?

(porcentaje de respuestas)

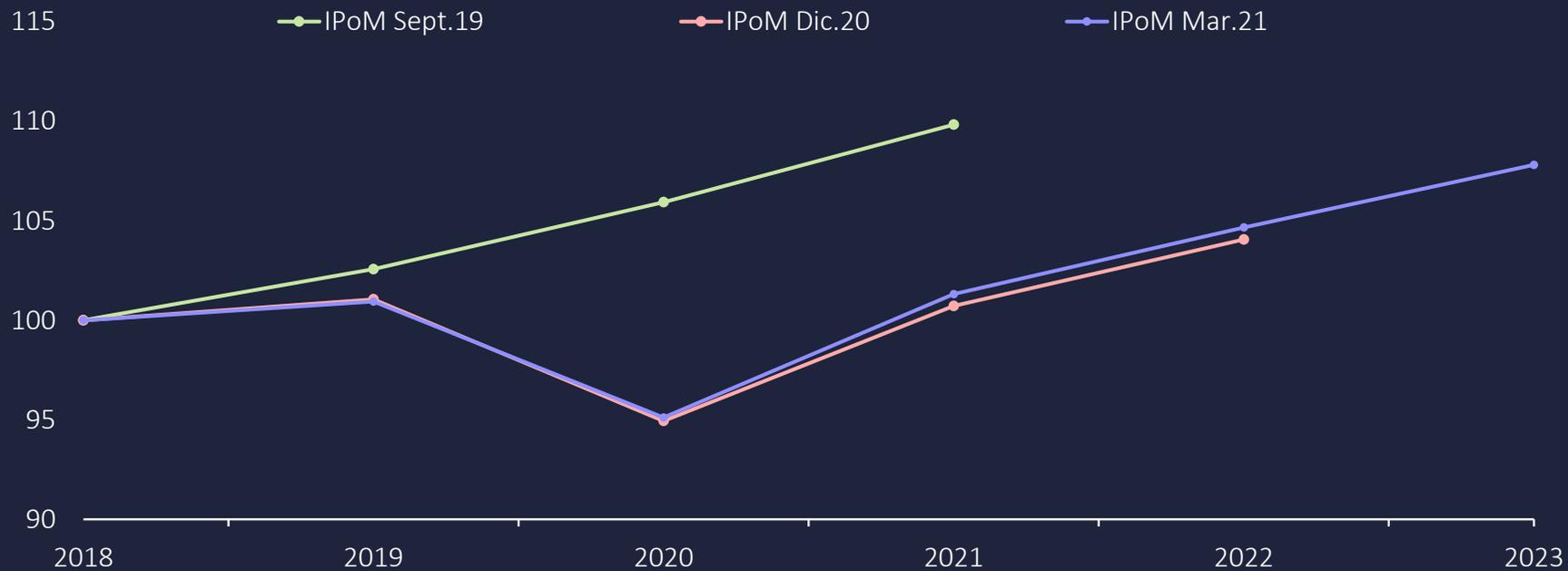


(*) Hasta 2018 dato efectivo. FBCF total del 2019-20 según lo publicado el 18 marzo 2021. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para el 2019-2022 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario sigue incluyendo una senda de actividad significativamente por debajo de la estimada previo a la crisis social.



Proyecciones PIB
(índice 2018 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación ha mostrado volatilidad. La tendencia de bienes ha sido al alza, mientras los servicios reflejan las holguras presentes en la economía.

Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



IPC total y contribuciones (4)
(incidencia sobre el IPC, porcentaje)



2,9%
anual
Inflación marzo



Desde el IPoM de diciembre, destaca el alza de los combustibles y frutas y verduras. En marzo la sorpresa a la baja estuvo en alimentos y educación.

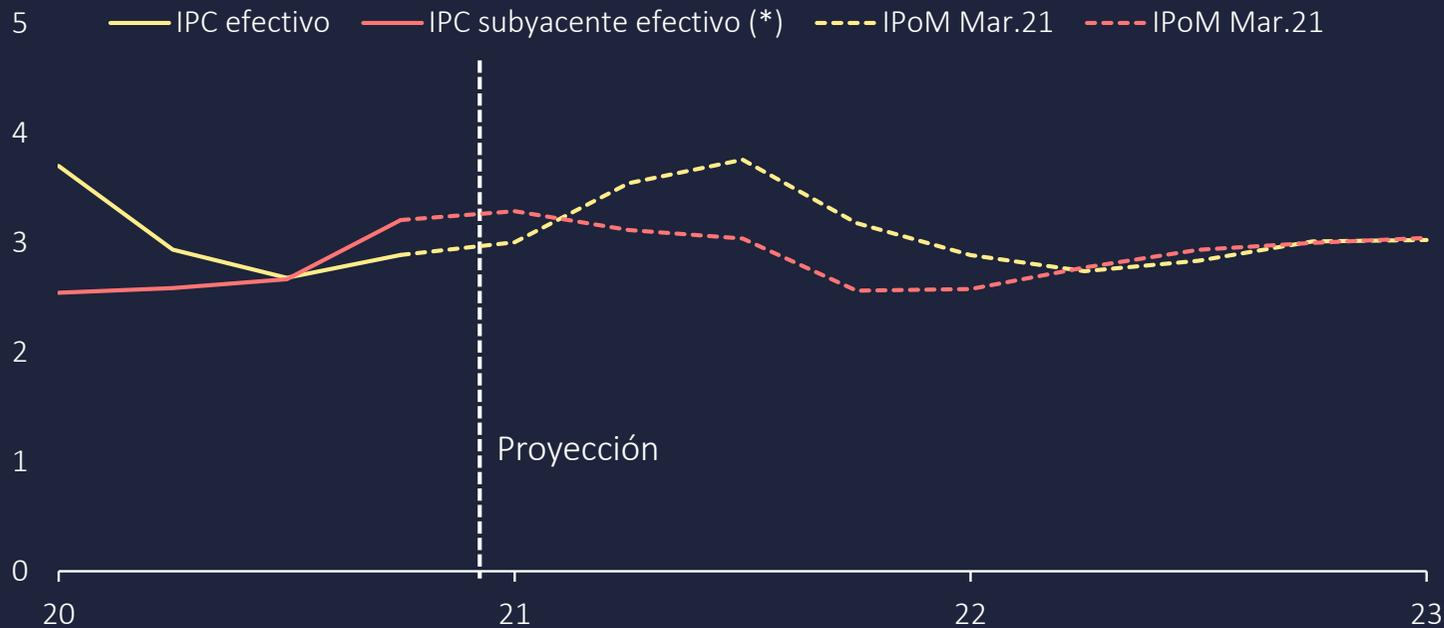
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2020. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019). (4) A partir de 2019 las incidencias se calculan utilizando los índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



En el escenario central, la inflación anual subirá hasta cerca de 4% en los próximos meses, influida por los precios de los volátiles y energía. Hacia adelante los factores transitorios ceden terreno y prevalece la capacidad para ir cerrando holguras.

Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)



(*) Medido por el IPC sin volátiles.

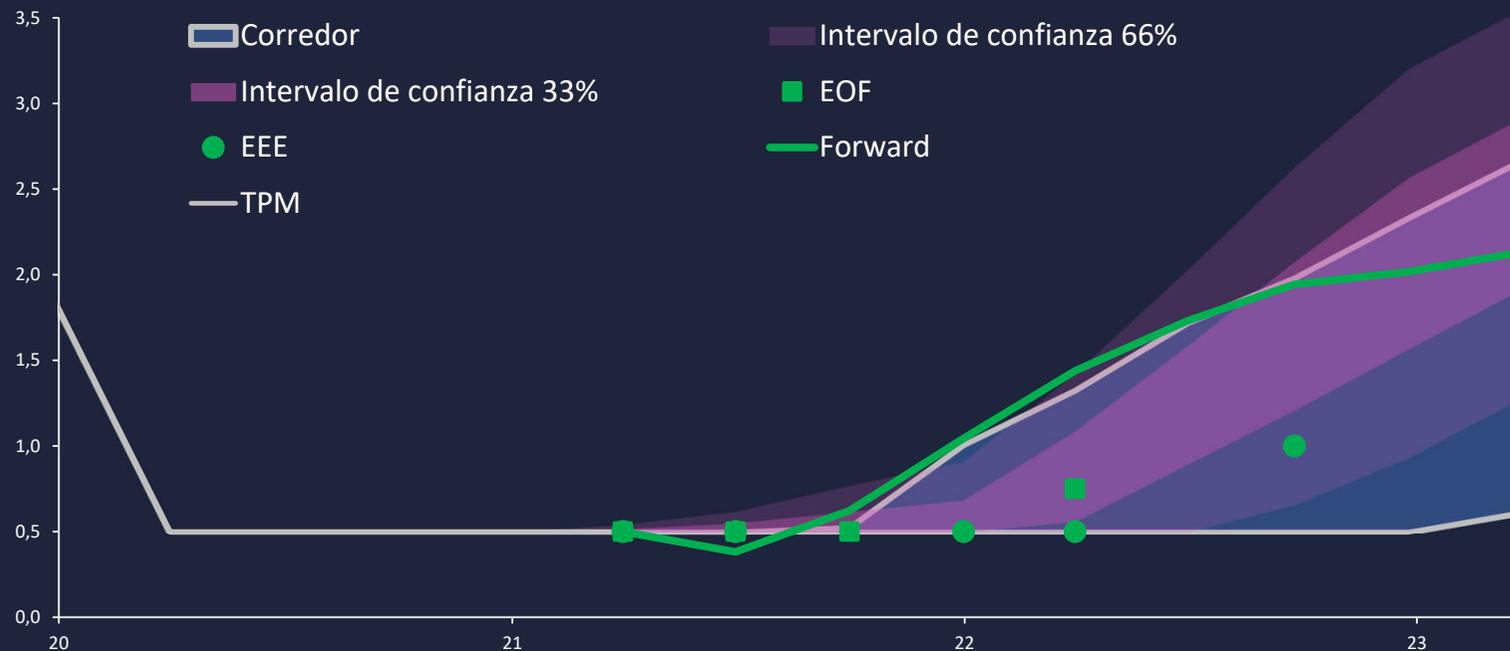
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En lo venidero, será muy relevante para la política monetaria distinguir entre movimientos transitorios de precios —producidos por el dispar comportamiento de las economías y los ajustes del mercado después de un shock inédito— e incrementos más sostenidos de la inflación.



La convergencia de la inflación a la meta requiere mantener un alto impulso monetario. La TPM se mantendrá en su mínimo de 0,5% hasta que la recuperación de la economía se afiance y se vaya propagando a los componentes del gasto más rezagados, lo que aún tomará varios trimestres.

Corredor de TPM (*) (porcentaje)



Las medidas no convencionales seguirán operando en las condiciones vigentes, complementando la orientación de la política monetaria definida por la TPM.

(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EOF publicada el 25 de marzo, la EEE publicada el 10 de marzo y la curva *forward*. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Fuente: Banco Central de Chile.

Existen escenarios de sensibilidad donde la evolución de la economía podría requerir ajustes al impulso monetario.



Balance de riesgos equilibrado para la actividad y la inflación

Riesgos:

Evolución adversa de la pandemia y turbulencias financieras a nivel global

Comentarios finales



- La actividad a nivel global y en Chile ha seguido recuperándose. Sin embargo, persisten riesgos. Por un lado, la evolución epidemiológica aún es compleja, lo que agrega incertidumbre a la oportunidad y forma en que se flexibilizarán las restricciones sanitarias.
- Por otro, la recuperación continúa heterogénea, con rezagos aún relevantes en los sectores más intensivos en interacción social, algo que ayuda a explicar las importantes brechas que persisten en el mercado laboral.
- A nivel global, es clave la correcta calibración de los estímulos monetarios y fiscales en términos de su tamaño, magnitud y permanencia, de modo de afirmar la recuperación sin generar desequilibrios macrofinancieros.
- Igualmente importante son las heridas que dejará la pandemia en hogares y empresas, incluyendo el deterioro de su situación patrimonial, y su impacto sobre el dinamismo futuro de la economía.
- Como siempre, la trayectoria futura de la política monetaria estará sujeta al desarrollo del escenario macroeconómico y cómo ello afecte el logro de la meta de inflación y la estabilidad financiera.





INFORME DE POLITICA MONETARIA
MARZO 2021

Política Monetaria del Banco Central de Chile



El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y procurar que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

El Banco Central de Chile conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países que, como Chile, tienen flotación cambiaria, y es lo que denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero en el corto plazo, influyendo en otros precios financieros, como el tipo de cambio y las tasas de interés de más largo plazo. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.

