

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

MAYO 2021





MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 281, celebrada el miércoles 12 y jueves 13 de mayo 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, don Rodrigo Cerda Norambuena.

Asisten también 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, don Beltrán de Ramón Acevedo; 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 Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; 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 mostrado un crecimiento muy por sobre lo estimado. El Imacec de marzo había aumentado 6,4% anual, habiendo disminuido solo 1,6% respecto de febrero, pese a que durante ese mes había aumentado la población en cuarentena hasta sobre 80% del total nacional. Esto sugería, en parte, una mayor adaptación de los agentes al contexto sanitario, lo que se estimaba debería reflejarse también en un impacto menor de las cuarentenas en abril y mayo, lo que ya se evidenciaba en los datos



de movilidad, generación eléctrica y ventas con facturas y boletas electrónicas. Por sectores, el comercio continuaba como el de mejor desempeño. La construcción y los servicios, si bien proseguían su tendencia de recuperación, aún no llegaban a los niveles de actividad previos a la pandemia, mientras que la industria y la minería ya los habían alcanzado. Por el lado del gasto interno, la información apuntaba a que el consumo se mantenía dinámico, apoyado en la alta liquidez resultante de las medidas de apoyo a los ingresos, como se verificaba en el índice de actividad del comercio minorista (INE) y en las ventas de automóviles (ANAC). En la inversión, el repunte de las importaciones de bienes de capital seguía dando señales de recuperación. En este escenario, las expectativas de crecimiento para este año contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo se habían ajustado al alza a 6,2% anual (5,3% en marzo).

La información adicional recabada en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo daba cuenta de que, a pesar del efecto negativo que desde marzo tendría el endurecimiento de las restricciones sanitarias sobre el desempeño, los entrevistados seguían apostando por un mejor 2021 que el 2020, aunque con heterogeneidades entre distintos sectores y tamaños de empresas. De todos modos, la incertidumbre relacionada con la pandemia, en particular sobre las medidas sanitarias y en menor medida el escenario político, había aumentado respecto de unos meses, lo que había llevado en algunos casos a la postergación o cancelación de los planes de contratación e inversión.

El mercado laboral daba cuenta de un alza importante desde los niveles de ocupación más bajos de mediados del 2020, con magnitudes que variaban dependiendo de la categoría ocupacional y el sector económico. Además, existían diferencias entre las distintas fuentes de información. Así, mientras los datos del número de cotizantes dependientes del sistema de AFP sugerían que el empleo asalariado formal ya se ubicaba cercano a su nivel previo a la pandemia, los datos del INE indicaban un repunte menor. Por su parte, las horas efectivamente trabajadas habían disminuido desde la Reunión anterior. Esto, en un contexto en que la oferta laboral seguía restringida. En el IPN de mayo, gran parte de los entrevistados destacaba la dificultad para encontrar personal, en especial de menor calificación. Ello se relacionaba, de acuerdo con los consultados, con el temor a los contagios, las medidas de apoyo a los ingresos derivados de los retiros de ahorros previsionales y las transferencias del Gobierno, y las responsabilidades familiares ante la ausencia de clases presenciales. El índice de avisos laborales de internet y las expectativas de contrataciones del IMCE seguían reflejando una mayor demanda laboral, aunque con cierto retroceso en abril en el caso del segundo.

En el comportamiento del mercado financiero local tomaban mayor relevancia algunos elementos de carácter idiosincrático. En el segmento de renta fija, la tasa nominal a 10 años había aumentado del orden de 30 a 40 puntos base (pb) más que sus símiles de economías desarrolladas desde inicios de marzo. Los papeles nominales y en UF a 2 años acumulaban alzas significativas. Estas superaban los 70pb para aquellos reajustables respecto de la Reunión anterior, siendo la discusión en torno a una eventual rebaja transitoria del IVA uno de los principales factores detrás de la corrección. Por otro lado, el IPSA había caído, mientras que el tipo de cambio se había apreciado, en medio del incremento sostenido del precio del cobre, que bordeaba sus máximos históricos. Luego de la aprobación del tercer retiro de los ahorros previsionales, el Banco había dispuesto nuevamente medidas extraordinarias para contener la volatilidad financiera que pudiera generarse por los ajustes de portafolios de los fondos de pensiones, lo cual incluía la reapertura de la CC-VP.



En cuanto al crédito bancario, la actividad del Fogape-Reactiva había continuado aumentando, con desembolsos cercanos a US\$4.500 millones y operaciones concentradas en empresas de menor tamaño, acorde con los últimos datos disponibles. Este programa seguía apuntalando el desempeño de las colocaciones comerciales, cuyo crecimiento real anual, de todas formas, se había vuelto negativo. En esto tenía relevancia la elevada base de comparación, pues en el mismo período del año pasado muchas empresas habían girado líneas de crédito bancarias para asegurar liquidez en un momento de elevada incertidumbre. La cartera de consumo había reducido su contracción anual y la de vivienda conservaba un desempeño relativamente estable (-16 y 4,8% real anual en abril, respectivamente). Las tasas de interés persistían bajas para todos los usuarios de crédito. En los indicadores de riesgo, la morosidad del sistema bancario permanecía contenida en su conjunto. Para los préstamos de consumo, ello había influido en el descenso de las provisiones en meses recientes.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre reportaba una oferta más dinámica para las empresas de menor tamaño, lo que estaba relacionado en parte con una menor percepción de riesgo en ese segmento, ayudado por la continuidad de las medidas de apoyo crediticio. El sondeo también daba cuenta de un repunte de las solicitudes de fondos de las firmas, sobre todo para capital de trabajo, como a su vez refrendaba el IPN de mayo. De todos modos, este último igualmente revelaba que una fracción de las empresas que necesitaban financiamiento no llegaba a pedirlo, por temas de capacidad, carga financiera o condiciones desfavorables, entre otros. Para los hogares, la ECB resaltaba una mejora en el margen tanto de la demanda como de las condiciones de otorgamiento en la cartera de consumo. Los entrevistados del IPN ligados al sector bancario agregaban que los requisitos de acceso a este tipo de créditos habían vuelto a ser similares a los vigentes previos a la pandemia, aunque buena parte de estas operaciones seguían correspondiendo a compras de cartera.

La inflación anual total y subyacente —IPC sin volátiles— había seguido fluctuando en torno a 3%. En las últimas cifras mensuales —marzo y abril— había destacado nuevamente el alza del precio de la gasolina y de algunos alimentos. A esto se sumaba un incipiente repunte en los precios de servicios no administrados o indexados, así como la mantención de la alta demanda y las dificultades de producción y suministro en varios bienes de alta demanda. Lo anterior había sido ratificado por los entrevistados y encuestados en el IPN de mayo, quienes señalaban presiones de costos en un mayor número de sectores, lo que en varios casos se había traducido en aumentos de precios. Las expectativas empresariales (IMCE) seguían dando cuenta de perspectivas de aumento de costos hacia adelante. En cuanto a las expectativas de mercado a uno y dos años plazo para la inflación, continuaban ubicándose en torno a 3% anual, según la EEE de mayo y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a esta Reunión.

Respecto de las medidas no convencionales, se había utilizado cerca del 75% del total disponible de la FCIC TRES. A su vez, desde enero, el programa de compra de activos había ido reinvertiendo los cupones a su vencimiento, política que se mantendría hasta junio. A partir de esa fecha, el stock se iría reduciendo gradualmente, según el vencimiento de los activos en cartera.



En este contexto, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) de las encuestas (EEE y EOF) contenían aumentos de entre 25 y 50pb a un año plazo, en tanto los precios de activos financieros sugerían un alza de en torno 100pb.

Escenario internacional

En el escenario externo, el panorama seguía desarrollándose favorablemente con proyecciones de crecimiento global que continuaban afianzándose. Ello, en un contexto en que la mejora en la evolución de la pandemia y en la velocidad de vacunación habían permitido flexibilizar las restricciones sanitarias, especialmente en las economías desarrolladas. En particular, destacaba el dinamismo de EE.UU. durante el primer trimestre (6,4 t/t anualizado), consolidando una recuperación liderada por el consumo. La Eurozona, por el contrario, había tenido una contracción en el primer trimestre, consecuencia de la extensión e intensificación de las medidas de restricción durante los primeros meses del año. Sin embargo, los indicadores más recientes mostraban un repunte de la confianza y las perspectivas, previendo una recuperación más rápida para la segunda parte del año, que se sostendría en los avances del proceso de vacunación, el alto ahorro acumulado por los hogares y los planes de estímulo fiscal. En el bloque emergente, China había experimentado un crecimiento trimestral positivo, pese a la reimposición de restricciones en ese período, destacando el mayor dinamismo industrial, un sector de servicios que continuaba recuperándose y la solidez del sector externo. En América Latina, la actividad había mostrado cierta resiliencia, aunque al empeoramiento de la situación sanitaria en varios países, en medio de un lento proceso de vacunación, se agregaban algunos factores idiosincráticos, de carácter político y económico, que mantenían las expectativas debilitadas.

Los mercados financieros internacionales sostenían un tono positivo, alentados por la continua mejora de las expectativas de crecimiento mundial, principalmente en los países desarrollados. Desde la Reunión de marzo, se observaban incrementos de los índices bursátiles y caídas adicionales de los premios por riesgo en un grupo importante de economías (EMBI y CEMBI), así como una apreciación de gran parte de las monedas frente al dólar y entradas de capitales hacia el bloque emergente. En tanto, las tasas de interés de largo plazo permanecían en niveles por encima de los de inicios de año, pero todavía bajos en términos históricos. Los precios de las materias primas habían subido de manera generalizada, en especial los del petróleo y del cobre, con este último bordeando los US\$4,8 la libra durante algunos días de mayo. El alza de los precios de las materias primas, junto con registros efectivos de inflación más elevados, mayores presiones de costos y fuertes estímulos a la demanda, habían aumentado la preocupación por la inflación

—especialmente en EE.UU.—, lo que había provocado algo de volatilidad en los mercados financieros. Si bien la mayoría de las autoridades monetarias habían mantenido sus estímulos, algunas ya habían anunciado o comenzado a retirar parte de las medidas no convencionales, particularmente en los países que ya presentaban mejores perspectivas de crecimiento o que habían manifestado riesgos inflacionarios.



2. Análisis y discusión de los antecedentes

En el plano internacional, se resaltó que el impulso externo que recibiría la economía chilena este año sería considerable. El crecimiento global se había afianzado de la mano de buenas cifras en las principales economías, las condiciones financieras seguían siendo muy favorables y los principales bancos centrales continuaban empeñados en políticas altamente expansivas. Por último, y no menos importante, el precio del cobre y el de las demás materias primas había sobrepasado con creces las proyecciones. Si bien se esperaba cierta corrección, era claro que sus valores promedio se ubicarían bastante por sobre lo estimado hace unas pocas semanas. En todo caso, también se destacó que, particularmente en EE.UU., el mix de políticas macro parecía estar incubando riesgos inflacionarios que no eran despreciables. Por ahora, ese era un fenómeno que estaba sobre todo circunscrito a dicha economía, pero había dudas razonables respecto de cuán generalizado podía ser ese fenómeno en el mundo. De hecho, esta mayor preocupación por la inflación había alimentado algunos ajustes recientes en los mercados, aunque las expectativas permanecían ancladas.

Respecto del escenario local, se destacó la favorable evolución de los indicadores de demanda interna y actividad, que desde fines del año pasado habían venido superando las expectativas. Esto se daba en un contexto en que la evolución del escenario externo hasta el momento había sido favorable para Chile, dinamizando su comercio exterior y facilitando la aplicación de políticas expansivas del lado fiscal y monetario. Se agregaba una mejor capacidad de adaptación de las empresas a las restricciones sanitarias, un flujo positivo del crédito orientado a las empresas más perjudicadas, un volumen importante de apoyos a los hogares afectados por la caída de ingresos y un avance sustancial de la vacunación contra el Covid-19.

Pese a lo anterior, se destacó que la aplicación de nuevas cuarentenas, los rezagos en la recuperación del mercado laboral y las tensiones políticas habían deteriorado significativamente las expectativas de los consumidores y, en menor medida, de las empresas. Este negativo clima había llevado a importantes ampliaciones de beneficios para los hogares y pequeñas empresas, reflejándose en un tercer retiro de ahorros previsionales aprobado en abril y en la discusión en marcha sobre ampliaciones de la cobertura y valor de las transferencias fiscales a los hogares. La combinación de estos factores había resultado en el alza de las tasas de interés de largo plazo de los bonos locales por encima de lo observado para los bonos del Tesoro de EE.UU.

En cuanto al crédito, se mencionó que la tasa de variación anual del stock de colocaciones comerciales comenzaba a ser negativa en términos reales. Si bien ello parecía explicado en buena medida por la alta base de comparación, era también posible que, una vez pasada la etapa más difícil de la emergencia sanitaria y materializada una recuperación de las ventas, muchas de las empresas habían comenzado a reducir su carga financiera futura, ya sea por amortizaciones o reprogramaciones. Por otra parte, la caída del stock de créditos de consumo era coherente con el aumento de liquidez de los hogares provista por los retiros de fondos previsionales y las transferencias del Fisco.



Sobre el mercado laboral, se llamó la atención sobre el hecho que los datos mostraban mejoras tanto en empleo como en salarios. Sin embargo, se destacó también que los aumentos del empleo se concentraban con mayor fuerza en el empleo asalariado, mientras que el empleo por cuenta propia permanecía muy rezagado. También se observaba una recuperación, todavía muy lenta, de la participación en la fuerza de trabajo, lo que era congruente con las dificultades que enfrentaban quienes tenían a su cargo el cuidado de niños, enfermos y adultos mayores, en un contexto de pandemia, cierres de colegios y de centros de atención médica y de ancianos. Con todo, se destacó que, más allá de las diferencias entre las distintas cifras disponibles, era claro que la recuperación del mercado laboral era bastante significativa respecto del punto más bajo provocado por la pandemia.

También se resaltaron los cambios que se habían producido en algunos de los riesgos identificados en marzo. Por un lado, se habían moderado los riesgos relacionados con la pandemia, en particular porque el avance del proceso de vacunación abría una perspectiva de un regreso más próximo, aunque fuese parcial, a una vida normal. Este mismo hecho, así como los datos conocidos del primer trimestre, la mayor adaptación de la economía y el aumento de los estímulos, permitía alejar escenarios donde se diera una mayor debilidad de la recuperación del consumo o un efecto mayor que el esperado de las cuarentenas. Por otro lado, los riesgos de naturaleza idiosincrática habían tomado mayor preponderancia. Los precios del mercado algo revelaban al respecto. Era así como el tipo de cambio parecía haberse apreciado menos de lo que se esperaría dado el aumento del precio del cobre y las tasas soberanas incorporaban desarrollos externos, pero también premios por plazo asociados más bien a factores locales. Todo esto se daba en un contexto de mayor tensión política y nuevas iniciativas legislativas que, más allá de los beneficios de corto plazo, impondrían costos que se asumirían en el mediano y largo plazo. A todo lo anterior, se agregaba la mayor preocupación por la inflación global, que se iba transformando en uno de los principales riesgos en los mercados financieros en el mediano plazo.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que la evolución reciente del escenario externo e interno, el mayor impulso fiscal y al consumo privado que involucrarían las medidas adicionales de estímulo, así como la reducción de algunos riesgos, hacían posible estimar que las perspectivas para la economía chilena habían mejorado significativamente respecto de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo. Ello posicionaba a la economía en torno a la sensibilidad positiva considerada en los escenarios de dicho Informe.

De todas formas, todos los Consejeros concordaron en que la incertidumbre sobre el momento de inicio del proceso de normalización seguía siendo elevada. En particular, porque si bien se estaba dando una mayor expansión de la demanda y de la actividad, para evaluar las presiones inflacionarias de mediano plazo debían considerarse también otros factores. Entre estos últimos, la persistencia del rezago en los sectores más afectados por la pandemia, la evolución del mercado laboral y eventuales cambios estructurales causados por la propia crisis.



Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que el IPoM de junio sería especialmente relevante para dilucidar algunos de estos temas. Para entonces se tendría la medición de actividad de abril, que permitiría verificar cuánto más resiliente se había vuelto la economía chilena ante cuarentenas como la que había involucrado a gran parte de la población desde fines de marzo. Para ese momento, también podría evaluarse el impacto inicial sobre el consumo privado del tercer retiro de ahorros previsionales, que preliminarmente se estimaba menor que el de los dos anteriores. En el ámbito político-legislativo, para dicho Informe ya se habría realizado el proceso electoral y avanzado, o eventualmente concluido, las conversaciones de cara a una adecuación de los apoyos estatales a hogares y pequeñas empresas. En materia sanitaria, se podría evaluar con mayor certeza los avances en el proceso de vacunación y su impacto sobre la dinámica de la pandemia. Además, el IPoM de junio también contendría una actualización de los parámetros estructurales de crecimiento tendencial y tasa de interés neutral, lo que permitiría reevaluar la brecha de actividad y el grado de expansividad de la política monetaria. De esta manera, todos los Consejeros concordaron en que lo prudente era reservar cualquier definición sustantiva sobre la evolución futura de la política monetaria para dicha instancia, manteniendo la TPM en su mínimo técnico en esta Reunión.

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%. Asimismo, acordaron no realizar cambios en las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.

