

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2020

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 277, celebrada el miércoles 14 y jueves 15 de octubre de 2020.

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 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, 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 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 Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Análisis de Mercados Financieros, don Juan Carlos Piantini Cardoso; el Gerente de Estabilidad Financiera (I), don Juan Francisco Martínez Sepúlveda; el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Gerente de Riesgo Corporativo (I), don Christian Ferrada Krause; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña María del Pilar Cruz Novoa; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Escenario nacional

El Imacec de agosto daba cuenta de que la actividad local había caído 11,3% anual en dicho mes, una contracción algo mayor que la esperada por el mercado, aunque con una velocidad creciente respecto del mes anterior: 2,8% mes a mes desestacionalizado. Sectores como la construcción y los servicios seguían exhibiendo tasas de variación anual marcadamente negativas, aún afectados por las cuarentenas que se habían mantenido hasta fines de ese mes. La minería también había mostrado un desempeño inferior en comparación

anual, aunque los niveles de producción se mantenían altos. En contraste, el comercio había tenido avances importantes, alcanzando, por primera vez desde febrero, cifras positivas de variación anual. Ello, en un contexto en que el consumo estaba siendo impulsado transitoriamente por el retiro de parte de los ahorros previsionales y, en menor medida, por las transferencias fiscales. Lo anterior se había manifestado en altos niveles de compras de bienes, una importante desacumulación de existencias y mayores importaciones relacionadas con consumo. En cuanto a la inversión, diversos indicadores relacionados —comercio mayorista, venta de viviendas, expectativas de construcción (IMCE)— habían mejorado en el margen, aunque se mantenían bajos en general.

El mercado laboral había seguido dando señales de estabilización. La ocupación y las horas trabajadas habían registrado una incipiente mejora en el trimestre móvil terminado en agosto, mientras que los salarios no daban cuenta de cambios significativos. Tanto el índice de avisos laborales de internet del Banco como las expectativas de contratación (IMCE) se habían recuperado parcialmente. Lo anterior, en conjunto con el avance del proceso de desconfinamiento y las medidas gubernamentales de subsidio al empleo, hacían prever avances adicionales en esta materia en los meses venideros. Las expectativas de empresas y consumidores habían seguido recuperándose, aunque se mantenían en terreno pesimista. La mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre consideraba que el PIB caería 5,5% este año, manteniéndose una alta dispersión en las respuestas.

Información cualitativa preliminar, recopilada en las entrevistas realizadas en el desarrollo del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), daba cuenta de que el panorama para la actividad estaba fuertemente asociado a la temporalidad del ciclo de la pandemia. Así, se observaba una mejora en el norte y una situación más deprimida en el sur. Con todo, el retiro de ahorros previsionales y medidas fiscales habían tenido efectos transversales en todas las regiones, en varios sectores y en el pago de obligaciones financieras. En el comercio, gran parte de los entrevistados relataban quiebres de stocks, mayor demanda e incrementos de precios. De todos modos, la mayoría lo percibía como un efecto transitorio. Los entrevistados seguían señalando un alto nivel de incertidumbre, asociado principalmente al resurgimiento de hechos de violencia en el país. La visión de las empresas sobre el mercado laboral era menos pesimista que en los meses previos. Se informaban menores despidos en lo último y la reincorporación de personal acogido a la Ley de Protección al Empleo. De todas formas, para los meses siguientes solo se señalaban aumentos de dotación para personal de temporada, pues la incertidumbre limitaba las nuevas contrataciones. Además, se mantenía la visión de que no se volvería a reincorporar todo el personal desvinculado durante la pandemia.

En general, el comportamiento de los mercados financieros locales se ajustaba al de sus símiles en el exterior, observándose pérdidas bursátiles y una depreciación del peso. Destacaba el incremento de las tasas de interés de largo plazo, que en el caso de los BCP y BCU mostraban aumentos de entre 25 y 30 puntos base (pb) comparadas con comienzos de septiembre. En el mercado monetario, el costo de financiamiento en pesos y en dólares permanecía bajo, aunque con un repunte acotado de este último. En este contexto, el Banco había anunciado a fines de septiembre el levantamiento de las medidas de mitigación del impacto financiero del retiro parcial de fondos previsionales. Además, en el día de la Reunión se había conocido la rebaja de la clasificación de riesgo soberano de Chile.

El crecimiento de las colocaciones del segmento comercial exhibía un dinamismo menor en el margen (9,5% real anual en septiembre; 10,9% en agosto), a lo que se sumaba una mayor contracción del crédito de consumo y un menor avance del hipotecario (-15,3 y 5,3% real anual en septiembre, respectivamente). En todo caso, las primeras continuaban mostrando una tasa de expansión por encima de las de inicios de año, fruto del fuerte impulso de los estímulos implementados. Las tasas de interés habían disminuido para todas las categorías de préstamos. Las solicitudes por parte de la banca de la segunda etapa de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC DOS) ascendían a un poco más de 30% de los fondos disponibles. Según los datos a agosto de la Comisión para el Mercado Financiero, la morosidad bancaria a 90 días o más completaba varios meses consecutivos a la baja, destacando en la punta su reducción en las carteras asociadas a personas. Las provisiones no exhibían grandes variaciones, manteniéndose en sus niveles más elevados de los últimos años.

La Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre mostraba condiciones de oferta que eran más restrictivas para todos los tipos de préstamos, ligadas a la evaluación de mayor riesgo en los distintos segmentos. En tanto, la demanda de los hogares permanecía débil —para el segmento de consumo e hipotecario—, relacionada con peores condiciones de ingreso y/o empleo de los usuarios; y la de empresas, al sostenido deterioro de los requerimientos con fines de inversión se sumaba la caída de aquellos para capital de trabajo. Información cualitativa preliminar recopilada en el desarrollo del IPN daba cuenta de que la mayoría de los hasta entonces consultados no tenían necesidades de financiamiento inminentes por cubrir. Ello, ya fuera porque habían logrado acceder a crédito, su situación financiera había mejorado, no querían aumentar su endeudamiento ante la incertidumbre percibida o porque sus solicitudes habían sido rechazadas y no habían seguido insistiendo.

Desde la Reunión anterior, la inflación anual había aumentado a 3,1% y su componente subyacente —IPC sin volátiles— había subido a 2,9%. Este

incremento se explicaba principalmente por el alza de los precios de bienes y alimentos en septiembre, que había llevado la variación mensual del IPC a 0,6%. Esta evolución se condecía, principalmente, con el impulso transitorio al consumo de bienes vinculado al retiro de ahorros previsionales y a algunas restricciones de oferta en el corto plazo para abastecer esa demanda. A mediano plazo, las presiones inflacionarias se mantenían acotadas. En cuanto a las expectativas de inflación, estas se habían ajustado al alza en el corto plazo. A diciembre del 2020, la mediana de la EEE subía a 2,4% anual. En tanto, a un año plazo, la mediana había aumentado a 2,7% anual y la de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) a 2,5%, mientras que a dos años plazo continuaban en torno a 3%.

En este contexto, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) implícitas en los precios de activos financieros y las incluidas en las encuestas (EEE y EOF) continuaban apuntando a una mantención prolongada en 0,5%.

Escenario internacional

En el escenario externo, la información coyuntural apuntaba a cierta moderación de la velocidad de recuperación de la actividad, especialmente en las economías desarrolladas. Esto se manifestaba en indicadores como la producción industrial, las ventas del comercio minorista y de los servicios, al igual que en las expectativas de los empresarios (PMI). Los fundamentos del consumo privado aún mostraban debilidad, en particular la confianza de los consumidores y el mercado laboral. Desde la Reunión previa, no había mayores novedades referentes a los programas de apoyo fiscal, y los pocos anuncios que se habían conocido conllevaban una reducción de las medidas de impulso adoptadas previamente. Esto, en un contexto, en el cual se había ganado experiencia y conocimiento en el manejo de la pandemia, lo cual permitía que, pese a los incrementos en los contagios, sus efectos más controlados hicieran posible graduar mucho más las medidas de contención.

En el mundo emergente, resaltaba el dinamismo de los indicadores de actividad y demanda en China, como era el caso de la inversión en activo fijo —estatal y privada—, el comercio exterior, las ventas minoristas y las perspectivas empresariales. En América Latina, la recuperación económica iba comparativamente más rezagada, dando cuenta de realidades bastante diversas en materia epidemiológica, económica y social, lo que reflejaba también las diferencias en las respuestas de política entre países. Si bien las proyecciones de mercado para el crecimiento mundial de este año no habían sufrido grandes cambios, sí los hubo en su composición, mejorando las perspectivas para las economías desarrolladas, especialmente para EE.UU., y deteriorándose las

de emergentes. En cuanto a los precios de las materias primas, destacaba la mantención del precio del cobre en torno a US\$3 la libra y la reducción del valor del petróleo a cifras que bordeaban los US\$40 el barril.

Los mercados financieros habían mostrado mayores episodios de volatilidad. Respecto de la Reunión previa, las bolsas presentaban caídas acotadas, las monedas se habían depreciado generalizadamente respecto del dólar y los premios por riesgo se habían reducido levemente. El crédito se había ido desacelerando en algunas economías y el riesgo corporativo permanecía acotado. Eso sí, se había levantado el riesgo sobre las posibles consecuencias que podría tener el elevado endeudamiento corporativo. Los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales seguían elevados, a la vez que gran parte de las autoridades habían reafirmado su compromiso por mantenerlos, incrementarlos y/o adoptar nuevas medidas de ser necesario.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario macroeconómico, concordándose que, en términos generales, el conjunto de antecedentes indicaba que la economía global y local había evolucionado en línea con lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. A grandes rasgos, la actividad en Chile y muchos otros países continuaba recuperándose, de la mano del impulso provisto por las distintas políticas económicas aplicadas y del manejo sanitario de la crisis. De todas maneras, se mencionó que era evidente que la evolución de la economía seguía y seguiría muy ligada a los avances y retrocesos en el control de la pandemia. Esto ponía una nota de cautela, pues si bien en algunos países se habían reducido los casos de manera significativa, en otros se observaba un alza relevante.

Hubo acuerdo en que el conjunto de riesgos continuaba siendo muy importante y que sus implicancias eran, en general, negativas. Por el lado externo, en las últimas semanas había resurgido la incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia, tanto por el aumento de los contagios en Europa, las cicatrices que estaba dejando en la actividad económica, como también por la posibilidad de contar en un plazo relativamente acotado con una vacuna que fuera ampliamente distribuida. Se añadían varios riesgos políticos relevantes, como las elecciones en EE.UU., la marcha del Brexit en Europa y otros focos de conflictos geopolíticos recientes.

En lo interno, los datos de actividad, demanda, empleo e inflación habían mostrado algunas diferencias respecto de lo proyectado, con signos distintos

y con persistencias inciertas. Se destacó que los datos sugerían que lo peor de la pandemia había quedado atrás, y que la sorpresa negativa de agosto podía deberse a un retraso en la apertura respecto de lo anticipado en el IPoM de septiembre. Por cierto, persistían dudas respecto de cuál sería la velocidad de recuperación de la economía. Esto era especialmente visible cuando se consideraba que parte del mayor dinamismo de la demanda estaba asociado a fenómenos transitorios, como el impacto del retiro de los ahorros previsionales y las mayores transferencias fiscales, entre otros. De hecho, estos mismos factores serían la explicación de la sorpresa al alza de algunos precios, lo que hacía pensar que el panorama de mediano plazo seguía siendo uno donde predominaban presiones a la baja en la inflación, de la mano de holguras de capacidad que continuarían siendo importantes en los trimestres venideros.

La evolución de los riesgos políticos era otro factor de preocupación tanto a nivel global como local. En muchos países, el shock del Covid-19 había provocado una importante tensión en la sociedad y sus autoridades, ya fuera por los avances y retrocesos en la lucha contra la pandemia, la imposición de medidas sanitarias y la aplicación de políticas económicas compensatorias. En Chile, este fenómeno se veía acentuado por la crisis social precedente, la alta desconfianza en algunas instituciones y las tensiones entre poderes del Estado. No era descartable que estos fenómenos estuvieran afectando el precio de algunos activos financieros chilenos. Si bien los CDS y EMBI habían descendido desde la última Reunión y las tasas largas se ubicaban en niveles bajos, era un hecho que, a partir del segundo trimestre de este año, el dólar y las tasas de interés de más largo plazo mostraban una tendencia al alza. Destacaba la importante corrección de la bolsa, la que había descendido más que la de otras economías comparables. Además, durante el desarrollo de la Reunión se había conocido la revisión a la baja de la nota crediticia del país por parte de una clasificadora de riesgo, corrección que era esperada por el mercado y reflejaba, según la agencia que la realizó, el debilitamiento de las finanzas públicas a raíz de las mayores presiones de gasto tras el estallido social y la pandemia. Se añadió que en el contexto actual era difícil discernir qué parte del movimiento de las tasas largas se debía a fenómenos más transitorios y qué parte a factores más persistentes, respecto de los cuales las políticas del Banco Central tenían poca capacidad para revertirlos.

En el lado opuesto, se destacó que algunos de los riesgos habían tenido una evolución positiva. Por un lado, por primera vez en varios meses se habían observado cifras azules en la creación de empleo, al mismo tiempo que los datos administrativos sugerían que el impacto de la crisis en el empleo asalariado había sido algo menor que lo estimado. Esto, sumado al anuncio del programa de subsidio a la contratación, mitigaba de alguna forma el riesgo de un mayor empeoramiento del mercado laboral. Otro elemento importante era que las

medidas de inflación esperada se habían alejado de los niveles que podían considerarse de preocupación para el anclaje de expectativas, en parte por la sorpresa de septiembre, lo que también reducía uno de los riesgos considerados hace un tiempo.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, tal como en Reuniones previas, el contexto macroeconómico causado por la pandemia no permitía si no reforzar el mensaje de que la política monetaria seguiría siendo altamente expansiva por un período prolongado de tiempo. Esto implicaba la mantención de la TPM en su mínimo técnico por varios trimestres y la vigencia de las medidas no convencionales. Hacia el mediano plazo, los Consejeros concordaron que sería fundamental mantenerse alerta a eventos que pudieran generar inestabilidad en los mercados financieros, reaccionando con eficacia y oportunidad.

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 mantener las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito, continuando con el actual programa de compra de activos. Además, en caso de que la evolución de la economía así lo requiriera, seguirían evaluando opciones para adecuar dicho impulso y apoyar la estabilidad financiera.