

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2020

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 274, celebrada el 16 de junio 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Ignacio Briones Rojas.

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; el Gerente de División Política Financiera Subrogante, don Rodrigo Alfaro Arancibia; 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 Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

La evolución de la pandemia del Covid-19 y las acciones adoptadas para su contención constituían un *shock* sin precedentes y de gran magnitud para la economía mundial. Su impacto inmediato era severo, su prolongación mayor que la esperada y sus repercusiones de largo plazo inciertas aún. Todo esto había hecho que el deterioro de la actividad y del empleo fueran mayores que lo previsto hace solo unos meses, manteniéndose un alto grado de incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia y las estrategias más adecuadas para combatirla. Ningún país del mundo había escapado a este fenómeno, proyectándose que la mayoría de ellos experimentara caídas significativas de la actividad en este año. Chile no era la excepción, previéndose para el 2020 la mayor contracción en 35 años. En este contexto, los principales componentes de la demanda interna habían experimentado importantes retrocesos y las presiones inflacionarias se habían reducido drásticamente.

Las autoridades habían articulado respuestas inéditas a este escenario, utilizando el espacio de política generado durante décadas de responsabilidad en el manejo macroeconómico y financiero. El Consejo había llevado la Tasa de Política Monetaria (TPM) a su mínimo técnico, había implementado diversas medidas para asegurar la provisión de liquidez e incentivar el crédito, y, en su Reunión de mayo, había comprometido medidas no convencionales adicionales si la evolución de la economía así lo requería.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario macroeconómico ante la pandemia, destacando la magnitud y simultaneidad de las caídas de la actividad que se observaban en distintas economías, lo mismo que los efectos negativos en el mercado laboral. Se resaltó que algunos países ya comenzaban a mostrar algunos signos de que podrían iniciar una recuperación, pero que, de cualquier forma, las proyecciones efectuadas hace solo tres meses habían sido ampliamente superadas, dando cuenta de que la crisis era mucho más profunda.

Respecto de Chile, se destacó que el impacto también era fuerte, con una caída del Imacec de abril del orden de 14% y un deterioro agudo del mercado laboral, lo que hacía anticipar caídas de actividad muy significativas en el segundo trimestre. Estas iban mucho más allá de lo previsto en la proyección de marzo, justamente porque la evolución de la pandemia había sido peor que la prevista en esa época. Esto era coherente con medidas de confinamiento que habían sido más prolongadas y habían abarcado una proporción cada vez mayor del territorio, lo que impactaría el ritmo de la recuperación, dado que mientras más se prolongara la interrupción de las actividades económicas, más empeoraría la situación financiera y patrimonial de las empresas, familias y Gobierno. Sobre la inflación, era llamativo que en prácticamente todos los países había estado por debajo de los pronósticos previos a la crisis, incluso cuando se corregía para descontar el efecto de las caídas del precio del petróleo.

Se destacó que un aspecto interesante de la respuesta a la pandemia era que, si bien los enfoques sanitarios para enfrentarla habían sido muy disímiles entre países, las medidas económicas estaban siendo mucho más parecidas, al menos en las economías que tenían espacio fiscal y monetario. En lo principal, fuertes programas de apoyo fiscal para sostener los ingresos de las familias y de las empresas, y políticas monetarias muy agresivas, tanto convencionales como no convencionales. Ello había aliviado las presiones sobre los mercados financieros, propiciando que los precios de los activos se recuperaran a la par de la baja de las primas de riesgo. En este aspecto, se resaltó que el Gobierno chileno había

impulsado diversas iniciativas que implicaban un significativo impulso fiscal, a las que en los días previos a la Reunión se había sumado el acuerdo de un Plan de Emergencia que reforzaba considerablemente los anuncios previos, y cuyos impactos en la actividad y la inflación se habían incorporado preliminarmente en las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM).

Hubo coincidencia en que las acciones para proveer liquidez y apoyar el otorgamiento de crédito impulsadas por el Banco, el Ministerio de Hacienda y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) habían conseguido no solo evitar una caída del crédito comercial, sino que habían permitido que aumentaran su ritmo de expansión en el margen. Sin embargo, era claro que si bien esto habría sido suficiente para financiar buena parte de las necesidades de crédito bancario en el escenario de marzo, en el actual resultaba insuficiente ante la prolongación de la interrupción de las actividades económicas.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, dado el contexto macroeconómico causado por la pandemia y con la TPM en su actual estimación de mínimo técnico $-0,5\%$, no cabía otra opción que mantenerla en ese nivel y reforzar el mensaje que permanecería allí por un periodo prolongado, incluso mayor que el que se estimaba con anterioridad.

Todos los Consejeros concordaron en que los antecedentes disponibles eran concluyentes en cuanto a que la economía requería un mayor impulso monetario que debía ser implementado a través de medidas no convencionales.

Respecto del tipo y magnitud de las medidas no convencionales a implementar, un Consejero recordó la complejidad de realizar política monetaria en condiciones excepcionales, pues la cuantificación del estímulo necesario, así como la comprensión de su transmisión a la economía, eran distintas que en circunstancias normales. Añadió que, en todo caso, con el *set* de instrumentos que el Banco tenía disponible actualmente se podía adoptar una estrategia adecuada, que englobara un conjunto de posibles canales de transmisión. En opinión de este Consejero, implementar una nueva etapa de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) incentivaría la profundización del comportamiento contracíclico del crédito comercial. En esta nueva etapa, prosiguió, era razonable recalibrar los parámetros y modalidades, de manera de aumentar la complementariedad de esta nueva FCIC con las garantías existentes en los créditos Covid, así como

considerar el rol de los intermediarios de crédito no bancarios que dependen ellos mismos del financiamiento de la banca. Esto se podía complementar con un programa de compra de activos financieros. Este mecanismo permitiría, en principio, reducir ciertas primas por riesgo en el mercado de capitales, facilitar el rebalanceo de portafolio hacia activos más riesgosos, y proveer directamente liquidez a instituciones no bancarias, que eran importantes movilizadores del ahorro privado.

Un Consejero señaló que las diversas medidas implementadas habían sido muy efectivas para mantener niveles de liquidez muy amplios y tasas libres de riesgo asociadas a esa liquidez muy bajas. Sin embargo, a su juicio, el problema del crédito tenía aristas que iban más allá de la liquidez, en particular el riesgo asociado al otorgamiento de préstamos. Sobre esto último, creía que aún existían problemas que estaban impidiendo que esa liquidez se materializara completamente en mayor crédito. Agregó este Consejero que las nuevas medidas del Banco podrían ayudar en el margen a bajar los *spreads* y a lidiar de esa manera con el tema del riesgo, pero no necesariamente lo resolverían.

Respecto de la magnitud del nuevo estímulo monetario, todos los Consejeros coincidieron en que una cifra de hasta 10% del PIB parecía coherente con lo que la economía requería para atravesar este complejo momento, permitir la convergencia de la inflación a la meta y asegurar la estabilidad financiera. Un Consejero comentó que si bien dicha cifra parecía razonable, las dudas respecto de estas estimaciones eran importantes, en particular porque se hacían en un entorno muy incierto. Un Consejero concordó en la dificultad de medir con exactitud la magnitud del impulso adicional, pero indicó que había distintas métricas que podrían dar luces, como el saldo de créditos Covid que aún quedaba disponible y se deseaba su materialización, la sensibilidad del *stock* de crédito comercial total al flujo vinculado a la FCIC o los ejercicios respecto de las necesidades de financiamiento del sector corporativo. En su opinión, una revisión juiciosa de estos antecedentes permitía pensar que un impulso adicional por hasta 10% del PIB por lo que quedaba del año permitía asegurar los objetivos de estabilidad de precios y del normal funcionamiento de los pagos.

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 su mínimo técnico de 0,5% y fortalecer la orientación de política, señalando que la TPM se mantendrá en este nivel durante todo el horizonte de política.

Junto con lo anterior, el Consejo decidió agregar un impulso adicional no convencional por un equivalente de hasta 10% del PIB, a través de dos medidas. Primero, acordó abrir una segunda etapa de la FCIC, que contempla un monto de US\$16 mil millones y una vigencia de ocho meses. Este programa considera el fortalecimiento de los incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios. Segundo, acordó implementar un programa especial de compra de activos, por un monto de hasta US\$8 mil millones, en un plazo de seis meses. Esto último permitirá adquirir bonos de emisores elegibles, con el propósito de elevar la liquidez en el mercado, reactivar el mercado de bonos, reducir el costo del crédito de largo plazo, facilitar los ajustes de portafolio y afianzar las expectativas de inflación a mediano plazo.

Todos los Consejeros reforzaron la necesidad de ampliar las facultades e instrumentos del Banco para actuar frente a escenarios de mayor riesgo, dado el alto grado de incertidumbre que aún se cierne sobre la evolución de la pandemia, el desempeño de la economía local y la dinámica de los mercados financieros.