

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2020

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 273, celebrada el 5 y 6 de mayo 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; 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, don Rodrigo Alfaro Arancibia; el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, don Francisco Ruiz Aburto; la Gerente de Riesgo Corporativo, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Óscar Herrera Barriga; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Pilar Cruz Novoa; y la Secretario General, doña Marlyns Pabst Cortés.

1. Análisis de los equipos técnicos

Escenario internacional

La evolución del escenario externo seguía determinada por el desarrollo de la pandemia del Covid-19 y las medidas de control sanitario adoptadas por los diferentes gobiernos. La primera entrega de las cifras de crecimiento del PIB en el primer trimestre confirmaba contracciones generalizadas en las principales

economías, con sorpresas a la baja en varias de ellas. Por componentes, el consumo privado lideraba estas caídas, coherente con el deterioro del mercado laboral que asomaba en gran parte de los países. Datos parciales del segundo trimestre, como indicadores de expectativas de consumidores y empresas —de servicios y manufactureras—, entre otros, sugerían un panorama que permanecía débil, en medio de perspectivas que apuntaban a una extensión de las prácticas de contención sanitaria. En este contexto, el conjunto de proyecciones de organismos públicos y privados anticipaba una recesión mundial para este año, con retrocesos de la actividad superiores a los considerados en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo.

En el mundo desarrollado, destacaba el magro resultado de EE.UU. en el primer trimestre (-4,8% t/t anualizado), muy por debajo de lo contemplado por el mercado, denotando los efectos iniciales de las indicaciones de confinamiento impuestas desde mediados de marzo. Los principales miembros de la Eurozona habían consignado sus peores resultados históricos. Otros, como Japón o Reino Unido, aún no publicaban sus cifras trimestrales al momento de la Reunión, pero datos como las ventas minoristas o la producción industrial hacían prever fuertes descensos del PIB en la partida del año. En el bloque emergente, la actividad en China había decrecido 6,8% anual en el primer trimestre, resultado que incorporaba su primer retroceso trimestral desde que se tenían registros, resaltando el deterioro del sector secundario (construcción e industria). En América Latina, el panorama era muy complejo, en medio de dudas en torno al manejo de la emergencia sanitaria en algunos países y la vigencia de una serie de focos de tensión sociopolíticos.

Las autoridades monetarias y fiscales habían continuado reforzando sus planes de estímulo para hacer frente a este escenario, esfuerzos que en el agregado superarían lo efectuado en la crisis financiera del 2008-2009. Ello, con el fin de limitar el impacto negativo en la situación de firmas, hogares e instituciones financieras, así como apuntalar la recuperación de cara al segundo semestre del año. En el ámbito monetario, varios bancos centrales habían realizado nuevos recortes de las tasas de referencia e incorporado/extendido sus medidas no convencionales, que incluían distintas disposiciones de apoyo crediticio a empresas y programas de compras de activos, entre otros. Los gobiernos, en tanto, seguían aplicando cuantiosos paquetes de gasto, centrados en muchos casos en la protección de los trabajadores y sectores más afectados con la contingencia actual. Pese a lo anterior, habían surgido inquietudes sobre la efectividad de las políticas macroeconómicas en curso, en particular por la insuficiente fluidez del crédito hacia las empresas de menor tamaño o al segmento de préstamos de consumo, lo que había motivado nuevos anuncios de entidades como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra.

Todas estas medidas habían contribuido a contener el empeoramiento que las condiciones financieras internacionales habían mostrado durante marzo —aunque persistía un alto grado de incertidumbre en lo sanitario y en lo económico. Así, los mercados globales daban cuenta de mejoras de las bolsas, caídas de los premios por riesgo, cierta apreciación de las monedas frente al dólar y descensos de las tasas de interés de largo plazo en un grupo relevante de economías. Los precios de las materias primas también exhibían algún repunte, en especial los de los metales. En el caso del cobre, su valor estaba siendo sustentado, entre otros factores, por recortes de producción, acumulando un alza del orden de 7% respecto de la Reunión de marzo. En contraste, el precio del petróleo, si bien con grandes vaivenes, había disminuido en el último mes, fuertemente golpeado por una menor demanda mundial y dificultades de almacenamiento.

Escenario nacional

En la actividad interna, la caída del Imacec de marzo había ratificado el comienzo del proceso de contracción económica causado por la emergencia sanitaria, ratificando el panorama planteado en el último IPoM. Se observaba un impacto negativo en buena parte de los sectores económicos, especialmente en la actividad del comercio, educación, transporte, restaurantes y hoteles. Destacaba la caída en el uso de capacidad reportado en el sector industrial. Las exportaciones nominales de bienes también continuaron afectadas, en particular los envíos industriales. Por el lado del gasto interno, distintos indicadores mostraban un deterioro importante. Las expectativas de los consumidores (IPEC) habían disminuido significativamente, el consumo de bienes no esenciales (INE, ANAC) y las importaciones de bienes de consumo —durable y no durable— se habían contraído fuertemente. En la inversión, la información disponible también apuntaba a una caída significativa. Respecto del componente de construcción y otras obras, las expectativas empresariales (IMCE) se habían deteriorado, especialmente en la construcción. El catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del primer trimestre de 2020 daba cuenta de una recalendarización de proyectos hacia los próximos años. En el componente de maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital continuaban mostrando un fuerte y generalizado retroceso. En este contexto, las expectativas de crecimiento anual para este año de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril apuntaban a una contracción de 2,2%, para recuperarse significativamente en el 2021 (3%).

En cuanto al mercado laboral, diversas fuentes de información apuntaban a un deterioro significativo. La encuesta de empleo del trimestre móvil terminado en marzo (INE) informaba un aumento de la tasa de desocupación nacional y

de otros indicadores ampliados^{1/}. Además, el crecimiento anual del empleo, casi en su totalidad, seguía respondiendo a trabajadores asalariados informales. Los datos administrativos daban cuenta de un incremento importante de las cartas de término de contrato y de las solicitudes de seguro de cesantía, lo que estaba siendo amortiguado parcialmente por las medidas implementadas por el Gobierno. Se sumaba la significativa caída en la demanda por trabajo en abril y las bajas perspectivas de contratación (IMCE).

En cuanto a información cualitativa, el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo ratificaba gran parte de las tendencias mencionadas. En particular, los entrevistados reportaban un deterioro transversal de los resultados de sus negocios, así como una alta incertidumbre sobre su desempeño futuro. Los sectores más afectados eran los relacionados con las actividades de servicios —hoteles, restaurantes y turismo— y el comercio. El rubro de la construcción e inmobiliario también resaltaban entre los más perjudicados. Lo anterior había paralizado la mayoría de las inversiones y había provocado ajustes en el mercado laboral, por ejemplo, acogiéndose a la Ley de Protección al Empleo, acordando reducciones de sueldos y/o jornadas laborales con sus trabajadores, o desvinculando a una parte de su personal.

Desde la última Reunión, los mercados financieros internos habían replicado las tendencias positivas de los mercados internacionales, aunque varios indicadores seguían deteriorados en comparación con la situación previa a la agudización de la emergencia sanitaria en Chile. Así, la bolsa había aumentado, las tasas de instrumentos de largo plazo habían disminuido, los mercados monetarios —especialmente en pesos— registraban una mayor liquidez, los *spreads* bancarios mostraban descensos y el peso se había apreciado respecto del dólar.

En el mercado del crédito destacaba una aceleración relevante de las colocaciones comerciales durante marzo y, según datos parciales, abril. En tanto, la variación anual del *stock* de colocaciones de consumo seguía en terreno contractivo en marzo, mientras que el *stock* de colocaciones hipotecarias mantenía su crecimiento en torno a 8%. Por su parte, las tasas de interés de consumo y comerciales habían caído, mientras que las de vivienda continuaban aumentando. En cuanto a las medidas adoptadas por el Banco Central, los bancos comerciales habían solicitado alrededor de US\$12 mil millones —cerca del 50% de los fondos disponibles— en la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), apoyada por la ampliación de los colaterales. A su vez, el programa de compra de bonos bancarios había acumulado US\$3.300 millones de los hasta US\$8.000 millones disponibles, mientras la recompra de deuda del Banco Central había llegado a algo más de US\$5.600 millones.

^{1/} Tasa potencial y tasa de presión laboral, para su definición ver Capítulo III, IPoM marzo 2020.

La información cualitativa daba cuenta de un mercado de crédito más restrictivo. Por un lado, el IPN de mayo indicaba un incremento de las necesidades de financiamiento por parte de las empresas. Si bien para refinanciar o postergar créditos existentes no se reportaban mayores obstáculos, para acceder a nuevos préstamos se señalaba una mayor dificultad, en particular, debido a las políticas de riesgo. Por otro, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre mostraba condiciones de oferta de crédito para empresas y personas más estrictas y una demanda crediticia que se percibía más débil, excepto para el segmento de grandes empresas. En todo caso, tanto en las grandes empresas como en las Pymes, se percibía un aumento en su necesidad de capital de trabajo. En la banca a personas, la debilidad de la demanda se relacionaba con el deterioro de las condiciones de ingreso y/o empleo de clientes.

Desde la Reunión anterior, la inflación anual había bajado a 3,7% y la medida subyacente se había mantenido en torno a 2,5%. Este registro había sido algo menor que el proyectado en marzo, evidenciando la mayor debilidad en las líneas más ligadas a los servicios, que estaba vinculada a la demanda resentida por las medidas de contención del Covid-19. En adelante, se preveía que las presiones inflacionarias de mediano plazo seguirían contenidas. Ello, en concordancia con una mayor apertura de las brechas de actividad a raíz de la emergencia sanitaria, sumado a la caída del precio del petróleo observada desde comienzos de año. Al respecto, de acuerdo con parte de los entrevistados para el IPN de mayo, si bien se habían incrementado las presiones de costos vinculadas a la emergencia sanitaria y a la depreciación cambiaria, el traspaso a precios no se había materializado, salvo en casos puntuales. En cuanto a las expectativas de inflación, las distintas medidas a un año plazo se habían ajustado a la baja, más marcadamente las que se recogían de los precios de activos financieros (seguros de inflación) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), mientras que a dos años plazo continuaban en torno a 3,0%.

En este contexto, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) implícitas en los precios de activos financieros y las contenidas en las encuestas a especialistas disponibles al momento de la Reunión —EOF y EEE— anticipaban una mantención prolongada en 0,5%. La EOF y la EEE estimaban que la próxima subida de la TPM no sería antes de mayo del 2021, mientras que los precios de los activos la anticipaban para diciembre del mismo año. A dos años, los precios de los activos pronosticaban un nivel para la TPM en 0,75%, mientras que la EOF y la EEE, en 1,25%.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario macroeconómico, concluyéndose que se percibía un deterioro respecto de lo previsto en el IPoM de marzo. Por un lado, más allá de la evolución efectiva de la actividad y sus posibles diferencias con lo proyectado, existían crecientes dudas respecto de cómo sería la velocidad de recuperación en la segunda parte del año tanto a nivel local como externo. En este ámbito, no solo la evolución de la pandemia se convertía en un factor particularmente relevante, sino que también cobraba importancia el hecho que en varios sectores se veía compleja la vuelta hacia niveles de actividad previos, tanto por las acciones voluntarias de la población como por las acciones inducidas por la autoridad, lo que sin duda retrasaría la recuperación de la economía más allá de lo estimado. Por otro lado, las noticias sobre la inflación tampoco eran alentadoras. Si bien las proyecciones como las expectativas de corto plazo se corregían de forma importante a la baja, influidas en una parte significativa por el precio del petróleo, la mayor debilidad que se avizoraba en el desempeño de la economía ponía desafíos relevantes para la convergencia de la inflación a la meta.

Se resaltó la reversión del estrés financiero que se había observado globalmente en la segunda quincena de marzo. En esto había tenido gran relevancia la respuesta de las autoridades económicas en diversos países, destacando una oportunidad y magnitud inéditas. El mercado chileno también mostraba un desempeño más favorable respecto de marzo, con un aumento de la bolsa, una disminución de las tasas largas, un incremento de la liquidez de los mercados monetarios —especialmente en pesos—, una caída de los *spreads* bancarios y una apreciación del peso.

Se recordó que, más allá de la evolución de los mercados financieros en su conjunto, la evaluación realizada en el IPoM de marzo colocaba al incremento del crédito a las empresas como factor fundamental para evitar un daño permanente a la economía. Los datos disponibles en ese momento no eran concluyentes. Por un lado, resultaba destacable el aumento que mostraba el crédito comercial desde mediados de marzo a la fecha. Por otro, persistían dudas de si este aumento era concordante con el alza significativa de las necesidades de caja del sector corporativo ante la caída de ventas, en especial para empresas de menor tamaño, donde la información preliminar de colocaciones mostraba una tasa de crecimiento menor que para las grandes empresas.

Se argumentó acerca de lo complejo de hacer una evaluación sobre la magnitud de la demanda de crédito, pues la información disponible era poco concluyente. Por una parte, la E —que respondían los agentes bancarios oferentes de crédito— sugería que en varios segmentos no había una diferencia muy grande entre la evolución de la demanda y de la oferta de crédito. Por otra parte, tanto las personas entrevistadas para el IPN como aquellos que habían respondido la encuesta especial, señalaban un problema bastante mayor de disponibilidad de recursos. Por último, el uso de la FCIC mostraba cifras alentadoras que iban de la mano del aumento del crédito comercial, sin embargo era difícil sacar conclusiones de su efectividad sin tener claro si estaba permitiendo acceder a la liquidez a todos los sectores y si existían ciertas disrupciones que impedían una adecuada fluidez en todos los segmentos. En particular, llamaba la atención que, tras un importante dinamismo en los primeros meses del año, las emisiones de bonos externos e internos se habían atenuado mucho a partir de marzo. Por ello, se mencionó que reactivar este mercado era vital no solo para entregar recursos a las grandes empresas, sino que también para que dejaran espacio a las empresas de menor tamaño en el mercado de crédito bancario.

Se destacó que para que se concretara el esperado aumento del crédito no solo era necesario proveer de mayor liquidez al sistema financiero —lo que se estaba logrando según toda la información disponible—, sino que también era necesario incentivar a los proveedores de crédito a asumir mayores riesgos. Al respecto, sería particularmente relevante revisar el impacto que tendrían las líneas de crédito Covid con garantías estatales, que al momento de la Reunión —comienzos de mayo— recién habían entrado en operación, por lo que aún no se disponía de información al respecto. En todo caso, se recordó que la experiencia comparada de otras economías daba cuenta de la dificultad de implementar exitosamente estas medidas, lo que prendía una luz de alerta, porque la oportunidad en el funcionamiento de estos mecanismos era especialmente valiosa.

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 mínimo técnico de 0,5%, no cabía otra opción que mantenerla en ese nivel y reforzar el mensaje que permanecería allí por un período prolongado.

Todos los Consejeros reafirmaron que, en las circunstancias actuales, las decisiones de política monetaria y estabilidad financiera estaban íntimamente

ligadas, y que seguía siendo fundamental que se produjera un incremento significativo del crédito que mitigara la quiebra masiva de empresas que, siendo solventes, no podían enfrentar este *shock* por la fuerte necesidad de caja que se había generado en muchas de ellas. De producirse este aumento del crédito, se limitaría la destrucción de puestos de trabajo, repercutiendo en una más fácil reactivación de la economía que permitiría la convergencia inflacionaria y evitaría efectos adversos en el sistema financiero que pudieran profundizar los costos de la pandemia.

Todos los Consejeros concordaron en que, respecto de lo evaluado en el IPoM de marzo, se apreciaba un empeoramiento de las perspectivas para la economía a nivel global, toda vez que había una mayor incertidumbre respecto de la forma, velocidad y desenlace del retiro de las medidas de control sanitario en Chile y el mundo. Al mismo tiempo, se observaba una presión a la baja de la inflación en el corto plazo, un deterioro significativo de las expectativas de empresas y consumidores, y una expansión importante del crédito comercial desde el anuncio de las medidas de estímulo al mismo. Sin embargo, también se apreciaban áreas de la economía a las que aún no llegaba el crédito en la escala de sus necesidades.

A juicio del Consejo, todo lo anterior podía resumirse en que algunos riesgos se habían ido materializando y otros habían elevado su probabilidad, lo que impondría desafíos adicionales para las políticas públicas y las instituciones responsables de su aplicación. En particular, solo considerando un escenario externo más negativo, podía anticiparse una ampliación mayor de la brecha de actividad que podría poner en riesgo la convergencia de la inflación a la meta.

En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que era necesario revisar la efectividad de las medidas que se habían adoptado y eventuales cambios que permitieran mejorar las condiciones para que se produjera el esperado aumento del crédito. Así, si bien destacaba el aumento de las colocaciones desde mediados de marzo a la fecha y el nivel de uso que se había alcanzado de la FCIC, se debía observar con detención si los recursos estaban llegando a todos los sectores, especialmente a las empresas de menor tamaño. Un Consejero recordó que el objetivo de la FCIC era entregar una línea de liquidez a los bancos condicionada a que estos otorgaran ese crédito, pero que en condiciones de alto riesgo la evaluación de los créditos era más fácil para operaciones de mayor tamaño y/o con empresas conocidas. Por esta razón, la operación de las líneas Covid compensaría con garantías parte del riesgo, ayudando a que fluyera el crédito a empresas de menor tamaño. Por lo mismo, varios Consejeros concordaron en que era necesario esperar a ver los resultados de estas operaciones para tener claridad sobre nuevas medidas.

Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que el tope de la línea FCIC se estaba alcanzando mucho más rápido que lo pensado en un comienzo. A su juicio, esto no solo había respondido al incremento del flujo global de crédito, sino que también a que la focalización del crédito hacia las empresas de menor tamaño —que seguía siendo una fracción baja de la cartera— había aumentado desde comienzos de abril. Algunos Consejeros señalaron que, dada la efectividad de la FCIC, que su límite se estaba alcanzando mucho más rápido que lo pensado, y que era esperable que la demanda por crédito continuara siendo elevada, cabía la posibilidad de revisar al alza el límite global de la FCIC, ponderando, como en la actualidad, el crecimiento global y la composición del crédito por parte de la banca. Algunos Consejeros indicaron que, si bien las condiciones de crecimiento del crédito permitían a los bancos acceder el monto máximo de la FCIC, algo que había ocurrido rápidamente, la utilización de la línea iba bastante más rezagada, lo que unido a que los datos mostraban que había un alto grado de liquidez en el mercado monetario, sugería que no se necesitaban cambios inmediatos en la Facilidad. Adicionalmente, indicaron que la información con que se contaba tampoco permitía asegurar que un incremento de ella fuera a quienes lo requerían, en particular las PYME. Así, cualquier decisión respecto de ampliar la FCIC requería evaluar previamente su funcionamiento en conjunto con la línea de garantías Covid, algo que todavía no era posible.

Un Consejero destacó que la FCIC era un buen instrumento, pero debía ser utilizado con cuidado, ya que al fijar la tasa de interés a su nivel mínimo por cuatro años para una parte significativa de la cartera de préstamos de los bancos, tenía implicancias importantes para las decisiones de política monetaria futura. Por ello, en su opinión, se debía analizar si la mayor liquidez entregada vía FCIC estaba llegando al lugar deseado, a fin de maximizar su impacto económico. Para esto era importante analizar los mercados de crédito por separado, tratando de entender cómo la liquidez inyectada en un lugar terminaba fluyendo hacia otro. En ese sentido, señaló su preocupación por el mercado de bonos corporativos, pues si bien las tasas de interés de los bonos libres de riesgo habían caído, había cierta evidencia de que no estaba siendo tan fácil para las empresas financiarse en ese mercado. Por esto, creía necesario ver qué tipo de acciones podían adoptarse para facilitar el funcionamiento de ese mercado, lo que contribuiría también a liberar crédito para empresas más pequeñas.

Todos los Consejeros coincidieron en que, dado el cambio en las perspectivas para la economía, podría ser necesario intensificar el impulso monetario en lo venidero, con especial atención a su impacto sobre el flujo de crédito a la economía.

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%. Todos los Consejeros concordaron en que el escenario macroeconómico podría requerir un mayor estímulo monetario. Con la TPM en su mínimo técnico y el compromiso de mantenerla ahí por un período prolongado, los esfuerzos adicionales deberían focalizarse en un uso más amplio y sistemático de políticas no convencionales. Por esto, era necesario iniciar un trabajo intensivo para identificar medidas no tradicionales que intensificaran el impulso monetario y el apoyo a la estabilidad financiera. Todos los Consejeros coincidieron en que, más allá de las necesarias evaluaciones, la urgencia de las acciones era vital para su efectividad, y si se tenía el convencimiento de que se debían adoptar cambios, estos se debían hacer con la mayor prontitud posible.