

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2020

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 275, celebrada el 14 y 15 de julio 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, 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. Antecedentes

Escenario nacional

El escenario macroeconómico había seguido condicionado por la evolución de la pandemia del Covid-19. En el ámbito local, los datos disponibles del segundo trimestre ratificaban que la economía había sufrido una fuerte contracción. El IMACEC de mayo había caído 15,3% anual, en medio de mayores restricciones sanitarias, con disminuciones en casi todos los rubros. Las exportaciones habían exhibido una resiliencia superior a la prevista, en particular los envíos mineros

y algunas líneas industriales. A su vez, las importaciones daban cuenta de cierta estabilización de sus niveles, tras las significativas caídas registradas en meses previos. Las expectativas empresariales y de consumidores permanecían en niveles marcadamente pesimistas. En este contexto, las medidas de contención sanitaria más estrictas seguían afectando a una parte relevante del país, aunque los indicadores sanitarios habían tenido una evolución favorable que había permitido comenzar procesos de desconfinamiento en algunas regiones.

Diversas fuentes de información cuantitativa —encuestas y fuentes administrativas— daban cuenta de un importante deterioro del mercado laboral, resaltando la significativa caída del empleo, la reducción de las horas trabajadas y de los salarios. La inactividad había aumentado de manera importante, la que, junto con la Ley de Protección al Empleo, había contenido un incremento aún mayor de la tasa de desempleo. Eso sí, los indicadores de subutilización evidenciaban un deterioro superior. El índice de avisos laborales de internet construido por el Banco se había estabilizado en niveles bajos y las expectativas de contratación (IMCE), aunque tuvieron cierta mejora, seguían en niveles pesimistas. Información cualitativa preliminar, recopilada en el marco del Informe de Percepciones de Negocios, ratificaba esta evaluación acerca del mercado del trabajo y revelaba preocupación en este frente. Algunos entrevistados comentaban que había ajustes pendientes en términos de empleo y la mayoría mencionaba que no habría mayores contrataciones en lo venidero. Así, gran parte preveía una recuperación del empleo que sería más lenta que la de la actividad. Varios también señalaban una reducción de los ingresos laborales, derivados de la reducción de las jornadas laborales, eliminación de horas extras, caída en comisiones por venta, eliminación de beneficios y ajustes salariales, entre otros. Con todo, las medidas gubernamentales de mitigación de la pérdida de ingresos se habían ido materializando con mayor fuerza desde junio. La evolución del consumo seguía afectada por estas dinámicas, en particular la venta de bienes no esenciales. En este contexto, la mediana de las expectativas privadas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de julio adelantaba una caída de 6,1% anual para el PIB de este año, en línea con el rango del escenario central del último Informe de Política Monetaria (IPoM). En todo caso, continuaba existiendo una alta dispersión en esas estimaciones.

Los mercados financieros internos reflejaban tanto el tono algo más positivo del escenario externo como el mayor impulso de la política monetaria interna. Las tasas de interés de largo plazo —BCP y BCU a 5 y 10 años— tuvieron descensos notorios en los días posteriores a la Reunión de junio, los que alcanzaron hasta cifras entre 30 y 40 puntos base (pb). No obstante, en los días previos a la Reunión de julio, en medio de la discusión parlamentaria sobre el retiro del 10% de los fondos de pensiones, este descenso de las tasas se había revertido en

parte importante. En el mismo contexto, el rendimiento de la bolsa se deterioró y el peso, con vaivenes, se apreció. En cuanto a los mercados monetarios, estos seguían dando cuenta de costos de financiamiento contenidos en pesos y en dólares, a pesar de que en este último la liquidez había disminuido. Respecto de la Reunión anterior, los *spreads* bancarios habían aumentado, tanto para el segmento AA como el AAA. En tanto, los *spreads* corporativos no bancarios mostraban una evolución heterogénea; mientras en el segmento AA no se observaban cambios, en el AAA habían aumentado de manera notoria.

La variación real anual de las colocaciones comerciales había continuado aumentando, mientras que la de las de consumo había seguido disminuyendo (13,3% y -7,8%, respectivamente). El segmento hipotecario había reducido su crecimiento real anual desde 8,8 a 7,8%. Los bancos comerciales habían solicitado alrededor del 95% de los fondos disponibles mediante la primera etapa de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) y gran parte había utilizado la totalidad del cupo disponible. Además, ya se disponía de los recursos de la segunda etapa de esta Facilidad. Respecto del riesgo de cartera, entre abril y mayo, los datos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) no registraban cambios relevantes en la morosidad bancaria de 90 días o más. Las provisiones habían aumentado, aunque de manera acotada, entre febrero y abril, especialmente en consumo.

La Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre reflejaba que las condiciones de oferta de crédito se habían vuelto más restrictivas para todos los segmentos, lo que se explicaba, en parte, por el riesgo presente en la cartera de clientes. En tanto, la demanda de créditos de los hogares había disminuido sustancialmente, tanto para consumo como vivienda. En empresas, seguía resaltando un aumento en la demanda para cubrir necesidades de capital de trabajo y una caída en los requeridos para financiar proyectos de inversión. Por su parte, el sector inmobiliario y de construcción daba cuenta de una demanda que continuaba debilitada.

Desde la Reunión anterior, la inflación anual había bajado a 2,6% y la medida subyacente IPC sin volátiles había disminuido a 2,5%. Este registro había estado en línea con lo proyectado en el IPoM de junio, con una debilidad persistente en las líneas más ligadas a los servicios. Ello, en un contexto de reducidas presiones inflacionarias ante el abrupto aumento de la brecha de actividad. Así, las expectativas empresariales (IMCE) de junio continuaban mostrando perspectivas débiles respecto de los costos y precios futuros. En cuanto a las expectativas de inflación, estas no habían mostrado mayores cambios. A un año plazo, la EEE había seguido en 2,5% y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) había caído a 1,7%. En tanto, a dos años plazo, la EEE y EOF continuaban en 3,0% y 2,6%, respectivamente.

Las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) contenidas en la EEE y EOF continuaban anticipando una mantención prolongada en el mínimo técnico de 0,50%, mientras que las implícitas en los precios de los activos financieros consideraban un recorte pasajero hasta 0,25%. Respecto de un horizonte más largo, los precios de activos pronosticaban que la TPM se ubicaría en 0,5% durante todo el horizonte de política monetaria de dos años, en tanto que la EOF y la EEE estimaban un alza hacia mediados del año 2022, hasta un nivel de 0,75% y 1%, respectivamente.

Escenario internacional

En el escenario externo, las cifras correspondientes a mayo y junio exhibían mejoras en las principales economías, coincidiendo con la reapertura gradual de las mismas, luego de registrar caídas históricas en el bimestre anterior. El repunte era visible en los rubros industrial y del comercio minorista, junto con información del mercado laboral que, en el margen, también era más positiva en algunas de ellas. Las expectativas de empresas (PMI) se habían recuperado. Las de hogares también habían subido, si bien su comportamiento y el de otros indicadores más relacionados con el consumo privado auguraban un lento repunte de ese componente del gasto. De cualquier manera, todas estas variables permanecían en niveles muy por debajo de los previos a la pandemia, a la vez que persistían riesgos importantes sobre el desempeño de la actividad en adelante, principalmente si se consideraban los recientes rebrotes del Covid-19 en varios países y la reposición de los confinamientos en una parte de ellos. La situación sanitaria se había complicado en especial en EE.UU., donde la imposición de nuevas cuarentenas amenazaba con detener la recuperación de la movilidad y el desempeño de esa economía.

En este contexto, los pronósticos del mercado para el crecimiento del mundo en su conjunto no habían tenido grandes cambios en el último mes, aunque resaltaban nuevos deterioros para América Latina. La región continuaba siendo la que enfrentaba la situación más compleja, con dudas persistentes acerca del manejo de la emergencia sanitaria y daños profundos sobre todo en materia de empleo, que hacían prever una lenta recuperación.

Los bancos centrales y los gobiernos habían mantenido sus esfuerzos o hecho anuncios adicionales de política económica, conservando un tono altamente expansivo. En el ámbito monetario, ello incluía nuevos recortes de las tasas en algunos países o la ampliación de los planes no convencionales, acciones que en lo que corría de la pandemia eran lideradas por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. En el plano fiscal, se sumaba el aumento de los paquetes de gasto en algunas economías, abultando aún más la deuda de los diferentes gobiernos, en varios casos hasta sus valores más altos en décadas.

En el último mes, los mercados financieros internacionales habían exhibido ciertos vaivenes asociados a los mencionados rebotes, así como a noticias del ámbito comercial y geopolítico. De todas formas, habían mantenido un tono más positivo, tanto por las medidas económicas adoptadas como por la mejora de los datos efectivos de actividad. Así, aunque con movimientos en general acotados, en el último mes varias economías exhibían mejoras de sus bolsas, *spreads* y monedas, y buena parte de las tasas de interés de largo plazo descendían. En el mundo emergente seguían revirtiéndose las salidas de capitales. Los precios de las materias primas también se habían recuperado, en especial por perspectivas más auspiciosas para la actividad en China, y en el caso del cobre, también por factores de oferta. Así, el cobre había subido 14%, acercándose a US\$3 la libra, el petróleo (promedio WTI-Brent) lo había hecho en 9%, hasta US\$42 el barril, y los alimentos daban cuenta de su primer avance mensual en lo que iba del año.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario externo, indicándose que los desarrollos que se observaban iban en línea con lo esperado. Por un lado, las perspectivas de crecimiento global se habían estabilizado y los mercados financieros mantenían percepciones favorables, dejando atrás los momentos de mayor estrés. Por otro lado, se apreciaban avances en la apertura secuencial de varias economías, con cifras que avalaban esta gradual recuperación acorde a lo proyectado o incluso con algunas sorpresas positivas. Se sumaba el alza del precio del cobre, que, afectado por condiciones de oferta y demanda, se ubicaba en niveles por sobre lo previsto. Sin embargo, los riesgos de nuevos rebotes epidemiológicos y la necesidad de imponer nuevas medidas de contención —u obligar un retiro más pausado de las existentes— se acrecentaban en las últimas semanas, sobre todo en EE.UU., y volvían a resurgir nuevos focos de conflictos en el ámbito político, en particular la relación entre ese país y China.

Internamente, hubo coincidencia en que los datos de actividad y precios de los últimos meses se enmarcaban dentro del escenario base del IPoM de junio. No obstante, los riesgos eran elevados, especialmente porque las medidas más estrictas de contención sanitaria se habían extendido más allá de lo previsto y el mercado laboral mostraba un deterioro significativo. En particular, se mencionó que era posible que la extensión de las cuarentenas estrechara de manera relevante las condiciones de financiamiento y de crédito para empresas que, por su tamaño, no eran lo suficientemente pequeñas para acceder a las líneas de crédito Covid ni tampoco eran lo suficientemente grandes como para acceder al mercado de capitales. Unido al peor desempeño del mercado laboral, podía estarse configurando un escenario donde la capacidad de recuperación

de la economía posterior a la pandemia se viera afectada. Ello era especialmente complejo en un contexto donde el ciclo político estaba introduciendo más incertidumbre sobre la evolución futura de la economía, en particular por su impacto en la inversión. En todo caso, se destacaron los mejores indicadores sanitarios y la posibilidad de que se fueran relajando las medidas de contención más estrictas en un horizonte de tiempo más acotado, algo que unas semanas antes no se veía posible.

En cuanto al mercado financiero nacional, se destacó que se mantenían altos niveles de liquidez, con tasas alineadas con el mensaje de una TPM que se mantendría en su mínimo técnico por un largo período y tasas de largo plazo que habían reaccionado a la baja tras los anuncios de política monetaria en la Reunión anterior. Sin embargo, también se resaltó la reversión que estas últimas habían tenido en los días recientes, en medio de la discusión sobre el retiro de fondos desde las AFP. Respecto del crédito, hubo coincidencia en que el crecimiento de las colocaciones comerciales daba cuenta de que las medidas de estímulo provistas por el Banco, la CMF y el Gobierno estaban ayudando a materializar importantes flujos de financiamiento para las empresas, los que eran vitales para sortear la emergencia económica derivada de la pandemia. Se indicó que la existencia de garantías FOGAPE, que complementaban la disponibilidad de liquidez con un mitigador del riesgo de crédito, había sido un factor muy relevante en la buena evolución de las colocaciones. Sin embargo, se agregó que los datos sugerían que el problema de riesgo de crédito aún seguía siendo importante y quizá podría estar intensificándose. Se mencionó que esto era un tema de relevancia, pues el mayor flujo de crédito no solo dependía de la entrega de liquidez, sino que requería también de acotar los riesgos asociados a intermediar crédito. En especial, se debía ser cuidadoso con que la mayor duración de las cuarentenas y una actividad más débil hicieran que las empresas pasaran de enfrentar un problema de liquidez a uno de solvencia, lo que tenía consecuencias muy distintas sobre la economía y sobre el tipo de acciones que debían adoptarse.

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.

Respecto de las medidas no convencionales, todos los Consejeros concordaron en que las decisiones tomadas en la Reunión pasada se habían validado

plenamente, lo que justificaba su mantención. El mayor estímulo monetario seguía contribuyendo a que el crédito comercial, apoyado por el esquema de garantías y también medidas regulatorias, continuara apoyando al sector productivo. A su vez, el programa de compra de activos había sido bien recibido, con una magnitud y plazos que parecían correctos en las actuales circunstancias.

Todos los Consejeros concordaron en que más allá de que los datos de los últimos meses estuvieran en línea con lo previsto, la pregunta más relevante era cuán robusta y sostenible sería la recuperación de la economía. La respuesta no era obvia, porque la magnitud del *shock* estaba dejando muchas heridas, en particular en las personas y las empresas, ya fuera por la pérdida de empleos e ingresos, los problemas de solvencia y/o los ajustes más permanentes que se deberían hacer a la forma de operación de algunos sectores.

A juicio del Consejo, todo lo anterior volvía especialmente relevante el rol de las políticas públicas. En la etapa que venía, estas serían tan importantes como en la etapa de contención del *shock*, especialmente en lo que se refería a la reconstrucción de trabajadores, la adecuación de las empresas y el manejo de las condiciones y obligaciones financieras, todo ello, además previniendo fuentes de reactivación de la epidemia. Hubo coincidencia en que los desafíos para la política monetaria también eran importantes en este contexto. Las medidas adoptadas por el Banco en los últimos meses habían sido eficaces no solo en ayudar a mitigar daños mayores para la economía y la población, sino también en lograr un comportamiento contracíclico del crédito y las condiciones financieras. Mantener esta orientación apoyaría la capacidad de recuperación de la economía y, con ello, la convergencia de la inflación a la meta de política.

Todos los Consejeros llamaron la atención sobre los eventuales efectos que podría tener la aprobación del proyecto de retiro de fondos desde las AFP en la economía, tanto por su impacto en los mercados financieros como en la demanda interna. Hubo coincidencia en que la respuesta de política no era obvia, más allá de que debían implementarse las medidas necesarias para cautelar que no hubiese una excesiva volatilidad que comprometiera la estabilidad financiera mientras se liquidaban dichos fondos. Se concordó en que una evaluación más clara de estos temas debería realizarse en la medida que el proyecto avanzara su trámite legislativo, lo que, junto con el afinamiento del diagnóstico sobre la evolución de la economía, serían tareas prioritarias de aquí al IPoM de septiembre.

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.