

# Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2020

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 278, celebrada el 7 de diciembre 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 Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Jefe de Asesores del Ministerio de Hacienda, don Andrés Pérez Morales; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

### 1. Antecedentes

El escenario económico local e internacional seguía determinado por la evolución de la movilidad de las personas y su relación con la pandemia. En Chile, pese a que los contagios habían disminuido y la movilidad había aumentado respecto de mediados de año, las mejoras de la actividad habían sido más lentas que lo previsto en septiembre. Esto había resultado especialmente relevante para los sectores más afectados por el distanciamiento social, como la construcción y buena parte de los servicios. El retiro de ahorros previsionales había generado aumentos transitorios en el consumo, especialmente de bienes importados, que habían impactado positivamente en sectores como el comercio, pero también habían presionado los precios de los productos más demandados. La inversión, más allá de la reactivación de proyectos públicos y privados, se estaba viendo afectada por la situación financiera de las empresas y la persistente incertidumbre. El mercado laboral había mostrado alguna recuperación, con un aumento del empleo respecto de mediados de año.

El balance de estos elementos implicó una revisión a la baja de las proyecciones contenidas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre para el crecimiento de este año. En lo venidero, el escenario central preveía que la economía seguiría mejorando, que las restricciones a la movilidad no retornarían a niveles como los de mediados del 2020 y que continuaría el impulso fiscal y monetario. Aun así, el desgaste generado por la profunda caída de la actividad, y el necesario uso de las holguras públicas y privadas para superar la emergencia, incrementaba la vulnerabilidad a escenarios de riesgo y planteaba desafíos significativos para recuperar tasas de crecimiento cercanas a la tendencial.

### 2. Análisis y discusión de los antecedentes

Respecto de la evolución del escenario externo, se destacó que las noticias eran, en el neto, positivas. A las noticias sobre la disponibilidad de una vacuna se sumaban buenas noticias del PIB en varios lugares durante el tercer trimestre —destacando China—, el alza del precio de cobre y la eliminación de algunos riesgos, como los inherentes a las elecciones en Estados Unidos. Como siempre, también había elementos negativos, principalmente el alza de los contagios en diversos países de Europa y en Estados Unidos y el hecho que las cicatrices asociadas a todo este evento se habían ido haciendo más palpables. Ambos hechos sugerían un riesgo de una recuperación más lenta en adelante, aún en un escenario de una vacuna prontamente disponible.

En lo interno, hubo consensos en que las noticias eran algo menos alentadoras. El último dato de actividad había sorprendido a la baja, con una debilidad mayor que la esperada tanto en el consumo habitual como en la inversión. Se añadía que estos datos eran difíciles de interpretar, en particular por la duda de cuánto de ello se debía a las medidas asociadas a la pandemia; cuánto era reflejo de algo más persistente producto de las cicatrices de la crisis; y cuánto era simplemente ruido estadístico, sin contenido macroeconómico. Se destacó que con la inflación pasaba algo similar, pues en los últimos meses había sido particularmente volátil, lo que dificultaba su lectura. Lo más importante, sin embargo, era que la evolución de la inflación iba dejando atrás el riesgo de inflaciones persistentemente bajas que pudieran afectar la evolución de las expectativas de inflación.

Se indicó que otro factor relevante en el escenario macroeconómico sería la evolución de la incertidumbre y cómo impactaría a la inversión. En esto se sumaban temas sanitarios —ya fuera por los posibles rebotes o el avance de la vacunación—, el temor a que se dieran nuevos episodios de violencia que se mencionan en algunas encuestas, así como las dificultades financieras en que

se podían encontrar algunas empresas. Como fuera su comportamiento sería determinante para que la inversión se reimpulsara más allá de la pública y la privada más ligada a grandes proyectos. En todo caso, también había aspectos favorables, como el desempeño de la bolsa, la evolución de las expectativas empresariales y el aumento del precio del cobre.

Más allá de la evolución del escenario macro en lo más inmediato, se indicó que lo peor de la crisis del Covid-19 había ido quedando atrás y que se habían evitado sus peores consecuencias. Desde junio se había recuperado la mitad de la fuerte caída de los tres meses previos y para el 2021 se proyectaba un rango de crecimiento de entre 5,5 y 6,5%. Estas proyecciones se apoyaban, en buena medida, en la reducción de los contagios, el retiro gradual de las restricciones sanitarias, el impulso de la política monetaria y fiscal y la capacidad de adaptación de muchas empresas. A esto se sumaba el impulso al consumo privado producto de dos retiros de ahorros previsionales. Aunque el anuncio del retroceso de la Región Metropolitana al paso 2 del plan de desconfinamiento podría restar algo de impulso en el margen, en la medida que este pudiera ayudar a articular una transición más ordenada a la aplicación de una vacuna evitaría tener que recurrir a medidas más drásticas. Se agregaban las excepciones incorporadas para las actividades de la construcción y algunos servicios.

### 3. Análisis de las opciones de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que, dado el contexto macroeconómico causado por la pandemia, no cabía otra opción que reforzar el mensaje que la política monetaria mantendría un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de los objetivos del Banco. Esto hacía prever que la TPM seguiría en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años y que las medidas no convencionales continuarían en aplicación.

El Consejo concordó en la necesidad de evaluar lo que estaba sucediendo con el crédito comercial, en particular por el poco uso que el sistema financiero había hecho de la segunda etapa de la FCIC. Al respecto, surgían varias dudas sobre qué significaba que no se estuviera utilizando con la intensidad esperada y qué implicancias tenía para el impulso monetario que se estaba entregando. Hubo coincidencia en que era imperativo abordar estas preguntas para, eventualmente, realizar adecuaciones a estas medidas. Especialmente relevante era determinar si estaban ocurriendo fenómenos más estructurales —producto, por ejemplo, de las cicatrices que estaba dejando la crisis— que podrían afectar la recuperación

económica de forma más sostenida. También era necesario estudiar la coherencia de una eventual extensión y rediseño de la FCIC con otras políticas regulatorias, crediticias y de garantías que estuvieran actuando.

### 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. En particular, decidieron que el *stock* total de bonos bancarios adquiridos en virtud de distintos programas —alrededor de US\$8 mil millones— se mantendría al menos por los próximos seis meses, reinvertiendo los cupones que fueran venciendo. Esto excluía las compras realizadas bajo el programa CC-VP. En relación con la FCIC, el Consejo decidió no introducir cambios en el total de recursos disponibles y en las condiciones para su utilización. No obstante, acordó evaluar su posible extensión y cambios en los parámetros de acceso que facilitarían su uso para responder a las necesidades de la economía en esta etapa.