

# GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

## Comunicado martes 05 de mayo de 2020



**VERÓNICA MIES, CARLOS BUDNEVICH, TOMÁS IZQUIERDO,  
GUILLERMO LE FORT Y JUAN PABLO MEDINA**

El rápido deterioro de la economía global producto de la expansión y efectos del Covid 19 generó fuertes revisiones a la baja del crecimiento económico de economías desarrolladas y emergentes. Con una caída de 3% en la actividad global, el FMI proyecta que la economía mundial estará en recesión durante el 2020. Luego de un primer semestre muy negativo, la segunda parte del año comenzaría a mostrar los efectos de la reapertura parcial de los mercados y de las economías y de la política económica contracíclica implementada. Los mercados financieros y de activos mantienen resultados acumulados negativos desde principios de año, pero han mostrado una recuperación sorpresiva durante abril en parte en respuesta a los sendos paquetes monetarios y fiscales que se han adoptado, en parte por los primeros resultados auspiciosos respecto de una vacuna para el Covid 19 y también, en parte, por los anuncios de reapertura gradual de los mercados que han realizado economías importantes.

En la economía local, el empeoramiento del escenario económico ajustó también a la baja las proyecciones de crecimiento. El Banco Central del Chile proyecta una contracción en torno a 2% para este año (el FMI una en torno a 4,5%). La paralización parcial de la actividad económica junto a la fuerte contracción de la demanda tendrá un impacto muy relevante en el empleo, el ingreso laboral y la probabilidad de continuidad de las empresas (en especial, Pymes). Como consecuencia, las autoridades económicas han profundizado paquetes económicos que buscan asegurar una adecuada liquidez del mercado, movilizar el crédito a personas y empresas y proteger el ingreso familiar. El Banco Central redujo, además, la TPM a 0,5% anunciando que se mantendría en este nivel por un tiempo prolongado. La contraparte ha sido un aumento muy significativo del déficit fiscal y de la deuda pública esperada para el año y para el mediano plazo.

En línea con los resultados externos, el mercado de activos local también mostró una recuperación importante durante abril, sin lograr aún revertir la fuerte caída sufrida en los meses anteriores. El dólar, con volatilidad, se mantuvo en torno a \$850, reflejando la debilidad relativa que mantienen las monedas emergentes, pero cerrando el mes más apreciado en \$836. Como consecuencia, la inflación IPC se mantiene en marzo cercana al techo del rango meta, nuevamente impactada por el alto registro de la inflación transable. Con todo, la inflación IPC cayó en el margen y el mercado, reflejado por la EOF de abril, espera que esta vaya convergiendo al centro del rango meta en el horizonte de planeación.

**En este escenario de alta incertidumbre y escenarios cambiantes, el GPM recomienda mantener la TPM en 0,5% por un tiempo prolongado, evaluando estrechamente el desarrollo de la pandemia, la evolución del mercado laboral, el impacto de los estímulos crediticios, financieros y fiscales impulsados y la normalización gradual de la actividad económica y social en los próximos meses.**

El Covid 19 ha seguido propagándose en el mundo durante el último mes, con más de tres millones seiscientos mil personas contagiadas y 1/4 de millón de personas fallecidas, con impactos globales que han sido recogidos por distintos indicadores económicos y sociales a nivel global. En este contexto, el FMI realizó un significativo recorte en las estimaciones de crecimiento para este año, proyectando una caída de -3,0% para el mundo, de -6,1% para los países desarrollados y de -1,0% para los países emergentes. Esta proyección incluye una caída de -5,9% para Estados Unidos y de -7,5% para Europa

y una expansión de solo 1,2% para China. Con todo, el organismo destaca el elevado nivel de incertidumbre que afecta a las proyecciones y que se refleja en la alta heterogeneidad de las estimaciones de distintas instituciones internacionales y analistas de mercado. Estas diferencias reflejan percepciones distintas sobre la duración y profundidad de la pandemia a nivel global y, también, sobre la efectividad de las distintas políticas económicas adoptadas. La recuperación comenzaría hacia fines de este año y se reflejaría en un año 2021 muy dinámico con un crecimiento global que alcanzaría 5,8% (en torno a 6,6% y 4,5% para las economías emergentes y desarrolladas, respectivamente).

Durante abril, los datos económicos han comenzado a mostrar los efectos de la pandemia y de la paralización de las economías. Así, datos del primer trimestre muestran que China se habría contraído 6,8%, mientras que Estados Unidos y Europa lo habrían hecho en 4,8% y 6,8, respectivamente trimestre a trimestre a tasa anualizada. Esta parcial paralización de la economía y la fuerte contracción de la demanda ha arrastrado también al precio de los *commodities* (con excepción del oro y similares que actúan como reserva de valor). En este contexto, cabe destacar la fuerte caída del precio del petróleo. Más aún, durante abril, contratos de menores plazos alcanzaron valores negativos explicados por la baja demanda, la producción semi-rígida y la escasez de capacidad de almacenamiento. Actualmente, el precio del petróleo WTI se transa en torno a USD 20, teniendo impactos importantes sobre las economías productoras de petróleo y favoreciendo las economías demandantes del crudo, como la nuestra. Por otra parte, la menor demanda mundial también ha afectado al precio del cobre que se transa actualmente en torno a los 2,3 USD/l.

Respecto de los mercados financieros, en los últimos días, los positivos resultados de prospectos de vacuna y mejores tratamientos para el Covid 19, la reapertura muy gradual de ciertos sectores en algunas economías y las políticas económicas generalizadamente implementadas, han impulsado cierto optimismo en los mercados. En un ambiente de mucha volatilidad, destaca la recuperación de la renta variable local y extranjera durante abril, si bien persiste un importante resultado acumulado negativo en el año; los spreads de crédito que han comenzado a disminuir; y una relativa estabilidad de los mercados en las últimas semanas. El indicador de volatilidad VIX que estuvo en niveles sobre 80 a mediados de marzo se ha acercado en los últimos días a niveles de 30 puntos (cifra no observada desde febrero).

Con todo, es importante volver a recalcar que las proyecciones y datos puntuales son mucho menos informativos que en períodos normales y están sujetos a un alto nivel de incertidumbre. Esta crisis no tiene precedentes similares y está sujeta al desarrollo de la crisis sanitaria. Hasta el momento ha sido muy difícil anticipar la duración y la profundidad de la misma, elementos claves para determinar los impactos económicos y sociales, y que también hace más incierta la efectividad de la política económica (fiscal y monetaria) y la evaluación de la capacidad de recuperación de las economías.

A nivel local, desde mediados de marzo se han implementado diversas medidas sanitarias para contener la propagación del Covid 19, las que han logrado en parte contener una rápida expansión de la pandemia, aunque los datos de la última semana muestran un incremento de los contagios, los que podrían ser contenidos por el fuerte aumento de los testeos y las medidas de aislación. La contención lograda hasta ahora se ha conseguido a través de una interrupción importante de las actividades económicas en un escenario con menor comercio mundial, perspectivas de menores términos de intercambio y con condiciones financieras menos holgadas. En este contexto, en el IPOM de marzo, el Banco Central redujo la proyección de crecimiento de la economía chilena de diciembre de un rango de 1,5 a 0,5% a uno entre -1,5 a -2,5%. El FMI fue más pesimista y proyectó para nuestra economía una contracción en torno a 4,5%. Por otro lado, con los datos del IMACEC de marzo (caída de 3,5% en 12 meses), la economía habría entrado en recesión técnica, tras una contracción del PIB en el cuarto trimestre del 2019 y una nueva contracción en el primer trimestre de este año estimada con los datos del IMACEC (-0,1%). Dado que se espera un crecimiento del IMACEC en abril mucho más negativo aún es esperable que el desempeño de la economía en el segundo trimestre sea fuertemente negativo. Así, las proyecciones y datos que ya se conocen configuran perspectivas muy complejas para el empleo, el ingreso de las personas y las dificultades de sobrevivencia de una parte importante de las empresas (particularmente Pymes) lo que ha gatillado potentes respuestas adicionales de política. El Banco Central redujo la TPM a 0,5% a la vez que informó que la mantendría en este nivel por un largo período de tiempo. Pese a que la TPM está en el mínimo técnico definido por la propia autoridad, es importante hacer notar que el Banco

Central tiene aún disponibles otros instrumentos cuantitativos/financieros no convencionales que puede seguir utilizando. Con todo, el gran desafío es lograr que los recursos fluyan a empresas y personas con necesidades de liquidez. En esta línea, el Banco Central ha adoptado una serie de medidas para asegurar la adecuada liquidez al mercado y entregó incentivos de carácter regulatorio a la banca para entregar créditos a personas y empresas de menor tamaño. Con el mismo fin, la CMF ha flexibilizado una serie de regulaciones para promover el flujo de crédito, entre las que destacan la flexibilización de los plazos de implementación de Basilea III, la flexibilización en el tratamiento de provisiones y en el uso de garantías. Por otra parte, tras el primer paquete fiscal de USD 11.750 millones (sumando gastos y aportes financieros), que apunta a proteger el empleo y los ingresos familiares y entregar liquidez al sistema productivo, el Gobierno anunció un segundo paquete por USD 5.500 millones que incluye extender y aumentar la cobertura de garantías que entrega el Fogape para que la banca entregue crédito adicional a empresas y recursos para trabajadores informales e independientes. Como consecuencia, la DIPRES ha estimado para este año un déficit fiscal por sobre 8% del PIB y una deuda pública que sobrepasaría 30% del PIB a fines de 2020, razón deuda a PIB que seguiría aumentando en los próximos años. Esto ha gatillado también revisiones en la calificación crediticia del país.

Parte importante de los impactos de la paralización se han generado en sectores intensivos en mano de obra (particularmente, no calificada) como, por ejemplo, comercio y construcción, sectores que ya se encontraban debilitados tras los efectos del estallido social. Durante el trimestre móvil enero-marzo, la tasa de desempleo aumentó a 8,2%, aunque esta cifra registra únicamente una quincena de cuarentena y es reflejo de los efectos de la violencia política iniciada el 18 de octubre. En este registro, el empleo formal volvió a registrar una contracción anual (-1,5% vs -0,5% en diciembre-febrero), implicando una pérdida cercana de 88.000 puestos de trabajo respecto del nivel de empleo formal del trimestre móvil previo. Esta pérdida de empleo fue contrarrestada por una expansión de 6,6% del empleo informal. Con todo, las características de esta coyuntura, no permiten que el empleo informal pueda absorber la pérdida de empleo formal como en otras crisis, pues el shock también impacta directamente a los trabajos informales. En este sentido, las perspectivas para los meses que vienen se mantienen preocupantes. Para dimensionar los posibles efectos sobre el mercado laboral, destaca que a la fecha, cerca de 67.000 empresas se han acogido a la ley de protección al empleo impactando cerca de 517.000 trabajadores. Más aún, estas solicitudes han crecido en forma importante cada semana.

Por el lado financiero, la rentabilidad de los activos locales sigue mostrando pérdidas acumuladas significativas desde comienzo de año. Sin embargo, en línea con lo que se ha observado en el resto del mundo, abril mostró una recuperación relativa importante de la rentabilidad de los activos, particularmente, en los de renta variable. El tipo de cambio, por otra parte, pese a seguir sujeto a alta volatilidad, se ha mantenido algo más estable en las últimas semanas y fluctuando en torno a los \$850, en un contexto en que el dólar mantiene su fortaleza relativa. Con todo, el mayor nivel del tipo de cambio, que se ha observado desde octubre del año pasado en adelante, sigue impactando los registros inflacionarios. En efecto, en marzo, la inflación IPC fue 3,7% impactada principalmente por una inflación de transables que, al igual que en febrero, alcanza 4,9%. Sin embargo, la contención de precios y de márgenes, la menor actividad y la menor demanda interna sigue impactando la inflación no transable que cayó desde 2,8% en febrero a 2,4% en marzo. En línea con ello, la inflación SAE también retrocedió en marzo desde 2,7% a 2,5% (alejándose del centro del rango meta). Finalmente, pese a que la inflación puede ubicarse algún tiempo en la parte alta del rango meta, se espera que en el horizonte de planeación esta se mantenga contenida. En efecto, la EOF de abril muestra una inflación IPC esperada de 3,2% a diciembre de 2020 (cayendo desde 3,5% en la medición de marzo) y una de 3,0% a diciembre de 2021. Estas menores presiones de precios en el mediano plazo pueden estar explicadas, entre otros, por la compresión de márgenes ya mencionada, la acumulación de stocks no deseados, el menor precio de los combustibles, la menor inflación externa esperada y un lento traspaso de la depreciación del dólar a precios domésticos por una alta acumulación de inventarios de bienes importados.

**Con estos antecedentes, el Grupo de Política Monetaria recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en 0,5% por un tiempo prolongado. El GPM también sugiere poner especial atención a la evolución del mercado laboral y su impacto sobre el empleo y los ingresos, el acceso a la liquidez a personas y empresas y a la normalización de las actividades económicas en un contexto de alta incertidumbre global.**