

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Lunes 15 de Junio de 2020



VERONICA MIES, CARLOS BUDNEVICH,

TOMÁS IZQUIERDO, GUILLERMO LE FORT Y JUAN PABLO MEDINA

La Pandemia causada por el virus COVID 19 está provocando una crisis económica global sin precedentes en nuestra historia reciente. Implica shocks negativos simultáneos de oferta y demanda, los que se transmiten rápidamente entre zonas geográficas, dado el importante grado de integración económica del mundo, tanto en los flujos de comercio de bienes y servicios, como a nivel financiero. La crisis está en curso, las correcciones en las proyecciones respecto de su impacto en la actividad siguen siendo negativas, y las dudas respecto a la evolución de la pandemia, con la posibilidad de nuevas olas de contagio, genera incertidumbre en relación a la duración y profundidad de la recesión global que ha desatado. La respuesta de política económica se ha caracterizado por fuertes inyecciones de liquidez en lo monetario e importantes transferencias de recursos hacia personas y empresas en materia fiscal. Junto con las fuertes caídas observadas en la actividad, aparecen presiones deflacionarias a nivel mundial, las que permiten estimar la prolongación de políticas monetarias expansivas por un largo período de tiempo. En Chile, el impacto de la pandemia muestra algún desfase temporal respecto a lo observado en el hemisferio norte, previéndose que el peak de contagios y víctimas fatales se produzca en las próximas semanas, lo que llevará aparejado la mantención de medidas de confinamiento masivos en dicho plazo. La inflación muestra una clara tendencia a la baja, lo que se ha reforzado en las últimas semanas por la apreciación observada por nuestra moneda. En este contexto, el GPM propone mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel de 0,5 por ciento, nivel que, acorde con el escenario base de proyección de la actividad para este año y el próximo, debería mantenerse por un prolongado período.

No hay precedentes recientes de una crisis económica global como la actualmente en curso, lo que dificulta predecir con alguna certeza su duración y profundidad. En lo sanitario, en la medida que las características específicas del virus causante de la pandemia aún no se conocen en su totalidad, es difícil estimar su impacto futuro, no descartándose nuevas olas de contagio y mutaciones que cambien su letalidad, lo mismo que la factibilidad de obtener una vacuna efectiva en un horizonte temporal acotado. Como una forma de contener los contagios y evitar colapsar los servicios de salud, la respuesta mayoritaria de las autoridades a nivel global ha sido la de decretar confinamientos masivos de la población, particularmente en los principales centros urbanos, lo que ha tenido un efecto muy negativo y directo sobre la actividad. Esto adquiere un impacto mundial, en

la medida que la globalización económica, positiva en tiempos normales, se transforma ahora en un poderoso mecanismo de transmisión de la contracción económica generada por la pandemia. Por el lado de la oferta, las cadenas de valor involucran a distintos países en la producción de bienes manufacturados, no siendo fácil realizar cambios de proveedores dada la especificidad de muchas piezas y partes. Por el de la demanda, se produce un virtual congelamiento de una fracción significativa de ésta, afectando con particular intensidad a algunas industrias. Basta que un porcentaje significativo de la actividad económica mundial se mantenga con restricciones de operación, para que los problemas de oferta (cadena de valor) y de demanda (ausencia de demanda en algunas industrias) se prolonguen en el tiempo.

Más aún, aunque la pandemia remitiera completamente, sin nuevos contagios o con una inmunización masiva, varias industrias tardarán años en alcanzar el nivel de actividad que mantenían previo a la crisis, lo que será un lastre importante para la velocidad de la recuperación global. En números, la última encuesta de Consensus Forecast apunta a caídas de actividad para el presente año de 8,4 y 5,6 por ciento para la eurozona y Estados Unidos, respectivamente, mientras China lograría un crecimiento muy bajo de sólo 1,4 por ciento. Esto es consistente con una caída en el PIB mundial de 3,9 por ciento, la mayor contracción en la actividad global desde el año 1945, cuando finalizaba la segunda guerra mundial. La recuperación del próximo año, para el grueso de las economías, sería parcial, lo que significa que el nivel de actividad hacia fines de 2021 sería todavía inferior al de fines del año pasado.

La respuesta de política económica ha sido también extraordinariamente intensa. Las tasas de interés de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona se ubican en mínimos históricos, mientras paralelamente los Bancos Centrales respectivos inyectan cifras record de liquidez tanto a través del sistema financiero como por la vía de compras masivas de deuda, tanto pública como privada, a lo largo de todo el perfil de plazos. Esto ha permitido bajar significativamente el costo del apalancamiento financiero de las compañías, lo que a su vez acota su riesgo y permite una mayor recuperación en su valor bursátil. La política fiscal, por su parte, se ha centrado en masivas transferencias de recursos a personas y empresas, tanto por la vía de la postergación en el pago de impuestos como, principalmente, a través de la entrega directa de recursos monetarios.

La economía chilena recibiría el mayor impacto de la crisis en el transcurso del segundo y el tercer trimestre del año. El efecto negativo más directo, como en el resto del mundo, se produce como consecuencia de los confinamientos masivos decretados por la autoridad, única opción que, al menos por ahora, parece contar con el consenso político necesario. En la medida que el peak de contagios y victimas siga postergándose en el tiempo, el impacto directo sobre la actividad será mayor y más prolongado.

El Banco Central de Chile, junto con llevar su Tasa de Política Monetaria a su mínimo histórico, ha focalizado su acción en procurar liquidez, con incentivos para que el sistema financiero la transmita hacia la economía real, tanto a empresas como personas. Por su parte la Política Fiscal, al igual que en el resto del mundo, se ha centrado en generar transferencias de recursos a personas y empresas por distintas vías, intentando focalizarlos de manera que lleguen donde resulta más urgente. Sin embargo, dado el fuerte incremento de riesgo en aquellas industrias y empresas más directamente afectadas, la tasa de interés de acceso al financiamiento, ya sea vía créditos o emisión de deuda directa, ha subido marcadamente, lo que en la práctica dificulta o impide la llegada a destino de

dicho financiamiento. Para contrarrestar dicho efecto, y como complemento a los créditos con garantía del estado a tasa fija, parece relevante evaluar la posibilidad que el instituto emisor compre deuda corporativa, y eventualmente mutuos hipotecarios, como una forma de mantener contenido el costo del apalancamiento a plazos más largos. En el caso de las grandes empresas, ello podría combinarse con garantías estatales que cubran una fracción relevante de la operación. Esto ya ha sido aplicado con éxito en Estados Unidos y la eurozona, lo que viabiliza a empresas seriamente impactadas por la crisis. Como corolario de ello, el valor de dichas empresas aumenta, lo que genera un círculo virtuoso sobre la economía en su conjunto. Desde luego que la extensión y duración de este programa de compra de deuda privada debería alinearse con el cumplimiento de los objetivos de mediano plazo que tiene la autoridad monetaria, de manera de asegurar el ancla en las expectativas de inflación.

El uso intensivo de las herramientas de política fiscal y monetaria, permitirá contener algo el impacto sobre la actividad. Con todo, al efecto directo de la crisis, ya descrito para la economía mundial, se agregará también un efecto de segunda vuelta asociado a la destrucción de empresas y de puestos de trabajo, lo que con seguridad prolongará el impacto de la crisis en el tiempo. La última encuesta de Expectativas económicas del Banco Central cifra la caída del PIB para el presente año en un 4,8 por ciento, con una recuperación parcial el próximo, con un crecimiento de 4,0 por ciento. Ello permite proyectar la mantención de una importante capacidad ociosa y desempleo en el mercado laboral para al menos los próximos 2 años, lo que reduce la probabilidad de presiones inflacionarias de origen interno. El fuerte incremento que ya registra la tasa de desocupación en diversas mediciones, que se agudizará en las estadísticas que se den a conocer en los próximos meses, es una primera señal clara en esa línea.

Paralelamente, la fortaleza macroeconómica relativa de la economía chilena, gracias al manejo responsable fiscal y monetario en décadas pasadas, ha contribuido a que el incremento en el premio por riesgo país haya sido acotado, menor en términos relativos a otras economías emergentes. Ello, junto con la mantención de los términos de intercambio en un buen nivel, gracias en parte a la resiliencia mostrada por el precio del cobre, ha favorecido una apreciación de nuestra moneda a lo largo de las últimas semanas, apreciación que va más allá de la experimentada por una canasta amplia de monedas en relación al dólar a nivel global. Esto contribuye a acotar presiones inflacionarias provenientes de la fracción importada de la canasta de consumo local. Con todo, las expectativas de inflación, tanto para fines del presente año como para el próximo, muestran una disminución, ubicándose en ambos casos algo por debajo del centro del rango meta.

De acuerdo con el escenario antes descrito, el GPM propone mantener la TPM en su actual nivel de 0,5 por ciento, y comunicar que permanecerá en dicho nivel por un tiempo prolongado.