

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Lunes 30 de Marzo de 2020



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

La economía chilena está sufriendo los efectos de choques severos y casi simultáneos. En el ámbito externo, a los efectos rezagados de la guerra comercial que ha afectado los arreglos multilaterales y las cadenas de valor global, se ha agregado los efectos de una pandemia sin precedentes desde hace más de un siglo. Esto ha generado una masiva destrucción de riqueza y caída de actividad y empleo, generando una ola de incertidumbre y pesimismo que ha gatillado una recesión global que se prolongaría al menos por buena parte de este año. Esto se ha venido a sumar a los efectos de la violencia política que se han hecho sentir sobre el producto, el empleo y el precio de los activos a partir del cuarto trimestre recién pasado. La depreciación del peso se ha hecho más intensa, el riesgo país ha aumentado con fuerza y la bolsa de valores local acumula desde septiembre caídas aún más pronunciadas que las bolsas externas. El apoyo de políticas para mantener la continuidad de los pagos durante la emergencia y estimular la demanda agregada es clave. Ya ha sido anunciado un conjunto de medidas fiscales por 5 puntos del PIB de déficit adicional en 2020 y 75 puntos base de reducción en la TPM como estímulo monetario adicional.

Aunque la fuerte depreciación del peso y la aceleración de la inflación reciente plantean riesgos asociados a la ampliación adicional del estímulo monetario, desde el punto de vista de la actividad y el empleo este se justifica plenamente como complemento a los esfuerzos de la política fiscal. Creemos además que es esencial que la política monetaria se enfoque en desahogar los canales de crédito y liquidez para que esta llegue dónde es más necesaria, especialmente pymes y personas.

En consideración a todo esto el Grupo de Política Monetaria, en decisión dividida, recomienda bajar en 50 puntos base la Tasa de Política Monetaria a 0,50 por ciento. El GPM de forma unánime recomienda un énfasis especial en mecanismos que permitan la llegada del crédito a los sectores más afectados por la emergencia.

Según el FMI y varios importantes analistas la pandemia está generando una recesión global, cuyos efectos incipientes se observan ya en los datos de actividad de enero en China y el resto de Asia, y se observarán, a partir de los datos de febrero y marzo, en Europa, los Estados Unidos y el resto del globo. Parece haber acuerdo en que será una recesión profunda, pero para algunos el impacto en la

actividad sería transitorio, tendría forma de “V”, con una rápida recuperación posterior. Para otros la duración de la recesión se prolongaría y la recuperación tendría forma de U. La evolución de la epidemia de Corona virus y sus efectos en la actividad en China, Corea y Singapur, al igual que la contención que ha podido realizar Alemania constituyen antecedentes que permite algún margen de optimismo respecto a la duración del choque inicial. Por otra parte, el descontrol observado en la situación sanitaria de las últimas semanas en Italia, España y parte de los Estados Unidos son fuentes de mayor preocupación.

Desde fines de septiembre recién pasado las bolsas internacionales medidas por índices en USD han acumulado caídas del orden de 25% (MSCI). Las bolsas internacionales habían subido tras la firma del acuerdo, de la tregua comercial entre China y Estados Unidos, pero la pandemia del Covid19 no solo ha añadido otro choque negativo muy poderoso, sino que además ha eliminado el optimismo que en un momento existió sobre el curso del acuerdo. Las cadenas de valor global siguen siendo destruidas trancando el comercio, lo que se suma al fuerte impacto sobre el turismo, la industria del transporte de pasajeros y en general el consumo que ha generado la epidemia. Las tensiones geopolíticas se han trasladado desde el conflicto entre los Estados Unidos e Irán a uno entre Estado Unidos y China, con mutuas acusaciones sobre el origen del virus que ha generado la pandemia, y nula cooperación para enfrentarlo. En Chile el impacto negativo sobre las bolsas ha sido todavía más significativo y el IPSA medido en dólares acumula caídas del 50% desde fines de septiembre como resultado de que a los efectos del choque interno de violencia e incertidumbre política se agrega ahora el externo de la pandemia.

Las cifras de actividad y demanda interna para la economía chilena en el cuarto trimestre de 2019 dieron cuenta de los efectos económicos sustantivos del choque interno originado en la crisis política que afecta al país. El PIB se redujo en 2,7% respecto al mismo período del año anterior y el crecimiento de 2019 cerró en 1,1%; más de un punto menos que lo que se esperaba antes del 18 de octubre, lo que sirve para dimensionar parte de su costo. La reducción de la violencia por la “tregua” de los meses de verano permitió moderar el deterioro de la producción de bienes y servicios, con lo que los IMACEC de diciembre y enero registraron incrementos del orden de 1,5% en 12 meses. Por su parte, la velocidad anualizada del IMACEC desestacionalizados para el trimestre móvil terminado en enero subió a más de 10% anual; resultados similares se extenderían también para febrero completando una fase de franca recuperación que permitió moderar en algo los costos de la violencia. Lamentablemente el mayúsculo choque externo que recibió la economía en marzo volverá a hundir la actividad y generará una contracción importante en el segundo y tercer trimestre al menos.

Por su parte el mercado laboral va gradualmente revelando un empeoramiento marcado de sus indicadores. La tasa de desempleo pasó desde 7,1% en el trimestre móvil terminado en octubre a 7,4% en el trimestre terminado en enero, lo que es un aumento moderado que es típico de este indicador que no presenta gran sensibilidad al ciclo de la actividad. El impacto del choque interno se reflejó más plenamente en el empleo formal que pasó de expandirse al 3,2% anual en el trimestre terminado en noviembre a contraerse al 0,2% anual en el terminado en enero. En esos dos meses se perdieron 72 mil empleos formales. Las perspectivas para los meses que siguen son particularmente preocupantes, más que por el aumento que registrará la tasa de desempleo por la caída del empleo que estará asociada a la profundidad y duración que llegue a tener la recesión que a estas alturas parece inevitable. Preocupa particularmente la disminución de los ingresos de los trabajadores

informales e independientes que será muy profunda y que para su reversión requerirá de dos elementos. Por una parte lograr algún grado de normalidad en la actividad y el desplazamiento de las personas y, por otra, que el efecto de las políticas empiece a revertir la fuerte disminución de la demanda.

La incertidumbre sobre cómo los problemas sanitarios, políticos y sociales serán resueltos continuará impactando el clima de negocios, las decisiones de inversión y el precio de los activos locales. La inversión en maquinaria y equipo dejó de crecer en el último trimestre de 2019 y registraría una caída en el primer trimestre de este año, la que se iría acentuando en el segundo y tercer trimestre. En línea con lo anterior, las expectativas de analistas siguen siendo revisadas a la baja y se contempla una caída en la inversión de dos dígitos en el año 2020 como un todo. Esta menor inversión, particularmente en lo relativo a la construcción, tendrá efectos muy negativos en el empleo.

La respuesta de un masivo plan de estímulo fiscal por un valor estimado de 5 puntos del PIB, que se suma al efecto de 75 puntos base de reducción adicional en la TPM, debería ser una luz de esperanza primero para amortiguar algo los efectos del paro de actividad requerido por las medidas sanitarias, y segundo para impulsar la recuperación de la actividad y el empleo cuando estas se levanten. Sin embargo, las demoras en la aprobación de las leyes requeridas para implementar las medidas propuestas por el gobierno a lo que se suman los tiempos de implementación, hacen presumir que sus efectos solo se sentirán hacia fines del tercer trimestre. Las medidas fiscales y monetarias no pueden compensar el paro generalizado de actividades que han caracterizado tanto a los episodios de violencia política como al agravamiento de la epidemia. Mientras no se pueda restablecer un mínimo grado de normalidad en la actividad y movilidad general de personas y bienes las medidas de política económica solo podrán amortiguar parcialmente el choque original. Además la restricción de recursos públicos sigue existiendo y es importante que el plan fiscal tenga un diseño que lo haga sustentable en el mediano y largo plazo, para así asegurar la efectividad de la política fiscal y su contribución a la estabilidad macroeconómica.

La caída en los precios de los activos locales y la ampliación de las primas por riesgo se han intensificado en las últimas semanas. El riesgo país que estaba en 131 puntos base el 18 de octubre, llegó a un máximo para 2019 de 153 pb hacia fines de noviembre, nivel que volvió a ser superado puntualmente en febrero, pero que en marzo fue excedido con creces llegando a 388 pb. El tipo de cambio ha vuelto a superar máximos históricos amenazando hace unos días alcanzar los 900 pesos por dólar aunque ha retrocedido los últimos días. La reciente reducción de la TPM realizada por el Banco Central no tuvo mayor efecto cambiario porque se hizo en el contexto de una más fuerte caída en la tasa de Fondos Federales, la que ya ha llegado prácticamente a cero y, por tanto, no puede seguir cayendo. Las medidas complementarias del Banco Central en términos de proveer liquidez por canales del sistema bancario dirigida a personas y pymes, además de la intervención cambiaria, están ayudando a moderar las fuertes tensiones financieras y debe ser prolongada e intensificada. Las turbulencias financieras y el fuerte incremento en el riesgo de crédito están ahora asociadas a los efectos de la pandemia, los que refuerzan y amplifican las incertidumbres generadas inicialmente por la violencia política y el vandalismo. Estas fuentes de incertidumbre siguen siendo una amenaza de renovadas tensiones financieras e impactos sobre el precio de los activos locales.

La depreciación del peso se ha visto reflejada en un alza importante de la inflación IPC, la que a febrero llegó al 3,9% en 12 meses. El proceso inflacionario se ha visto agravado por los efectos de

la sequía sobre el precio de frutas y verduras, pero ha sido aliviado gracias a la masiva caída de los precios internacionales del petróleo y sus derivados. Es importante notar que la inflación subyacente IPCSAE sigue en torno a la meta del 3% ya que si bien la inflación de los bienes transables distintos a energía y alimentos se ha acelerado por la depreciación real del peso, la magnitud de este efecto parece amortiguado por menores márgenes asociados a la debilitada demanda interna. A ello se agrega la relativa estabilidad de la inflación de servicios o no transables que sigue algo bajo 3% anual. Es vital mantener firme el ancla nominal en el mediano plazo, pero un aumento transitorio de la inflación hacia el límite superior del rango meta es un resultado esperable y perfectamente acomodable en un marco de metas de inflación flexibles. En ese sentido parece haber un cierto espacio para bajar la TPM, pero existen visiones distintas de cuanto al ritmo de hacerlo. El acuerdo mayoritario es bajar la TPM en otros 50 puntos base y seguir haciéndolo en la medida que se moderen las presiones a la depreciación del peso. Sin embargo, más que el costo del crédito que ya es reducido, negativo en términos reales para deudores prime, lo que más preocupa es su distribución y llegada a las Pymes, las personas y los sectores más afectados por los recientes choques, los que requieren de apoyos de liquidez para poder superar la emergencia.

En consideración a todo esto el Grupo de Política Monetaria, en decisión dividida, recomienda bajar en 50 puntos base la Tasa de Política Monetaria a 0,50 por ciento. El GPM de forma unánime recomienda un énfasis especial en mecanismos que permitan la llegada del crédito a los sectores más afectados por la emergencia.