



# NOTAS MONETARIAS

BANCO DE GUATEMALA, septiembre - octubre 2020, No. 165, año 22

## Respuesta del Banco Central Europeo a la pandemia del Covid-19<sup>1</sup>

### Contenido

1. Respuesta del Banco Central Europeo a la pandemia del Covid-19 ..... p. 1
2. Política monetaria durante la pandemia: inflación antes, durante y después del Covid-19... p. 5

La pandemia del Covid-19 es un choque de intensidad y severidad sin precedentes. Los desafíos a los que se enfrentan todos los sectores y agentes económicos para hacer frente a las consecuencias económicas, humanitarias y sociales de esta crisis son históricos. Los bancos centrales no son la excepción. En este documento se explica cómo el Banco Central Europeo (BCE) ha respondido a estos desafíos, apoyando a empresas y hogares en toda la Zona del Euro, y cómo estas respuestas han contribuido a mitigar las consecuencias económicas y financieras de la pandemia. Se mostrará evidencia tentativa que sugiere que dichas medidas han ayudado a estabilizar las condiciones generales de financiación en esa zona, a mejorar la liquidez del mercado y a reducir la volatilidad, salvaguardando así las condiciones financieras que son necesarias para el cumplimiento del mandato de estabilidad de precios.

### I. Abordando los riesgos de ciclos de retroalimentación macrofinanciera adversos

Las condiciones financieras de la Zona del Euro se han contraído significativamente en respuesta al brote mundial del Covid-19. Los índices de condiciones financieras, que resumen la postura de política monetaria al considerar los movimientos de precios en los mercados de acciones, bonos, divisas y dinero, señalaron un grado de contracción sin precedentes en las últimas semanas de marzo. En cuestión de días la pandemia revirtió el relajamiento previo de las condiciones financieras que fue consistente con un retorno

de la inflación al objetivo del BCE de mediano plazo. Esto amenazaba con desencadenar un peligroso ciclo de retroalimentación macrofinanciera que, si no se abordaba, habría puesto en riesgo el mandato de estabilidad de precios y habría puesto en peligro la estabilidad financiera en general. Por lo tanto, se necesitó una acción rápida y decidida para garantizar que lo que comenzó como una crisis económica y de salud no se convirtiera en una crisis financiera en toda regla, con ventas de fuego y espirales de precios desestabilizadoras y autocumplidas.

Las acciones del BCE se guiaron por dos objetivos generales. En primer lugar, restablecer el funcionamiento ordenado de los mercados financieros de la Eurozona, que adolecían de un grado extraordinario de volatilidad, *de-risking*<sup>2</sup> precipitado y escasa liquidez. En segundo lugar, asegurar que la política monetaria acomodaticia continuara transmitiéndose a todas las partes del área de la moneda única, apoyando así a las empresas y a los hogares que asumirían los importantes costos económicos y sociales que implicaría esta crisis. Para lograr estos objetivos y calibrar la respuesta, se tenía un activo invaluable: el amplio y probado conjunto de herramientas de política. Esto significó que, en comparación con crisis anteriores, el punto de partida de la discusión fue un sentido ampliamente compartido de los beneficios y costos de los diversos instrumentos que habían sido empleados en el pasado reciente.

Por ejemplo, un nuevo recorte en la principal tasa de interés de política, la tasa de facilidad de depósitos, no habría apoyado la confianza y el funcionamiento del mercado en un momento en el que ya se esperaba que la rentabilidad de los bancos se viera sometida a una presión adicional debido a la crisis. Los instrumentos previamente probados también significaron que las decisiones podrían tomarse mucho más rápidamente, acelerando así el tiempo de respuesta. Debido a que la experiencia con medidas de política no convencionales se compartió ampliamente en la comunidad de banca central mundial, la respuesta de la política monetaria mundial estuvo mucho más sincronizada que en ocasiones anteriores, reforzando el efecto de confianza en los mercados financieros.

<sup>1</sup> Resumen y traducción libre del discurso de Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, en la conferencia "The Covid-19, crisis and its aftermath: corporate governance implications and policy challenges", Frankfurt am Main, 16 April 2020. Preparado por Eva María de León Fajardo, Analista del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

<sup>2</sup> *de-risking* es el proceso en el cual las instituciones financieras abandonan o reducen significativamente ciertas líneas de negocio para evitar riesgos regulatorios y de cumplimiento.

La anatomía de la respuesta del BCE consiste en un conjunto cuidadosamente calibrado de tres componentes complementarios y que se refuerzan mutuamente. El primer componente se relaciona con compras de activos de base amplia para abordar la falta de liquidez y la mayor volatilidad en los segmentos centrales de los mercados financieros de la Zona del Euro que amenazaban con perjudicar la transmisión fluida de la política monetaria. El programa temporal de compras de emergencia debido a la pandemia (PEPP por sus siglas en inglés) constituye el núcleo de este componente. Prevé compras por un volumen de 750,000 millones de euros de valores elegibles públicos y privados a lo largo de este año, y más tiempo si es necesario. El segundo componente consiste en medidas que aseguran que los bancos sigan siendo portadores confiables de la política monetaria y continúen prestando al sector real de la economía. Las mejoradas operaciones dirigidas de refinanciamiento a largo plazo (TLTRO por sus siglas en inglés), así como un conjunto integral de medidas de flexibilización de garantías, forman parte de este componente. El tercer componente se relaciona con el papel tradicional como prestamista de última instancia para los bancos solventes. Como parte de este componente, se ofrece a los bancos liquidez en horizontes más largos a la tasa de interés de facilidad de depósitos, es decir, a una tasa negativa, sin condiciones.

## II. Salvaguardando la política monetaria

Respecto al primer componente (las compras de activos) se muestra a continuación cómo dichas medidas han contribuido a mejorar las condiciones de liquidez y el comportamiento de los precios en los mercados de bonos soberanos de la Eurozona, que son fundamentales para la transmisión de políticas, ya que forman la base para fijar el precio de otros activos en la economía. Dada la importancia de los rendimientos soberanos en los mercados financieros, una medida simple de la postura de política monetaria efectiva es la curva de rendimiento de la deuda pública de la Zona del Euro ponderada por el PIB. Tras el brote del Coronavirus, esta curva se dislocó perceptiblemente, lo que llevó a un endurecimiento efectivo de la postura de la política monetaria. Como resultado, justo antes del anuncio del PEPP el 18 de marzo, los rendimientos de los bonos soberanos de la Eurozona a 10 años ponderados por el PIB eran alrededor de 70 puntos básicos más altos que antes del estallido de la pandemia. El anuncio del PEPP ayudó a romper esta dinámica y revirtió parcialmente el pronunciamiento de la curva. También redujo la fragmentación que se había vuelto cada vez más visible a medida que la pandemia se propagaba a un ritmo e intensidad diferentes en el área de la moneda única. En todas partes de la Zona del Euro, los diferenciales relativos a los bonos alemanes cayeron de forma apreciable tras el anuncio del PEPP. La persistente heterogeneidad en la Eurozona ha sido una prolongada preocupación para la política monetaria única ya que complica gravemente su conducción. La crisis actual expuso estas vulnerabilidades, una vez más, con vigor. El PEPP se diseñó deliberadamente

con el objetivo de que el choque puramente exógeno provocado por el Coronavirus no agrave y profundice esta heterogeneidad a través de canales macrofinancieros, más allá de las amplias repercusiones económicas y sociales que ya de por sí trae esta crisis.

Por lo tanto, dentro del PEPP, las compras pueden asignarse de manera flexible a lo largo del tiempo, las diferentes clases de activos y las jurisdicciones. Esta es también la razón por la que el Consejo de Gobierno decidió hacer que los bonos emitidos por todos los soberanos de la Zona del Euro, incluidos los emitidos por Grecia, pudieran ser adquiridos en el marco del PEPP. Sin embargo, las condiciones financieras siguen siendo actualmente más estrechas que a mediados de febrero, incluso para soberanos con calificaciones crediticias más altas, como Holanda o Francia. Existen dos razones generales por las que este podría ser el caso. El primero se refiere a las implicaciones fiscales y económicas de la crisis. El confinamiento ha provocado un aumento sustancial en las necesidades de emisión de los soberanos, lo que ha ejercido presión al alza sobre los rendimientos soberanos. En total, basándose en la información disponible, el personal del Eurosistema estima que la emisión bruta de bonos, excluidas las letras, por parte de los gobiernos centrales de Alemania, Francia, Italia, España y los Países Bajos superará con creces el billón de euros solo este año. Es probable que estas cifras aumenten aún más en las próximas semanas y meses. Una emisión tan significativa y concentrada naturalmente implica que los inversores requieren una prima más alta para absorber el riesgo adicional de duración en sus balances. Aquí es donde entran en juego estos programas de compras, y el PEPP en particular. Al absorber una fracción sustancial de este riesgo en el balance del banco central, estas medidas tienen un impacto estabilizador importante en la curva de rendimiento soberano de la Zona del Euro.

Sin embargo, debido a la gran incertidumbre en torno a los efectos económicos y fiscales finales de esta crisis, así como la probable emisión adicional sustancial necesaria en los próximos años, los rendimientos no se han revertido por completo y permanecen por encima de los niveles anteriores al Coronavirus. Es probable que estos efectos se hayan visto agravados por el segundo factor: la difícil liquidez del mercado. Aunque el anuncio del PEPP provocó una mejora desde los niveles previamente deteriorados, la liquidez aún está lejos de ser normal. Los diferenciales entre el precio de compra y el de venta, incluso en mercados de gran liquidez, como el mercado de bonos alemanes, se mantienen muy por encima de la norma.

Los gestores de carteras del Eurosistema a menudo reportan una cantidad limitada de ofertas y, a veces, no suficientes cotizaciones para bonos, en particular para los emitidos por algunas jurisdicciones más pequeñas. Para mejorar aún más la liquidez y reducir la volatilidad, se decidió utilizar toda la flexibilidad conjunta de los programas de compra de activos, tanto el programa ampliado de compras

de activos (APP por sus siglas en inglés) como el PEPP, y se aumentó la presencia en el mercado al anticipar las compras de manera medible. Los volúmenes de compra semanales actuales superan con creces los niveles que se han implementado durante la vida útil del APP hasta ahora, incluso en comparación con el período en el que las compras se realizaban a un ritmo mensual de 80,000 millones de euros en 2016. Asimismo, el Eurosistema ha estado utilizando toda la flexibilidad incorporada de los programas, no solo a lo largo del tiempo, sino también a través de jurisdicciones y segmentos de mercado. A medida que la incertidumbre sobre la profundidad del impacto comience a desvanecerse, las compras del BCE contribuirán a la afluencia de otros inversores públicos y privados, lo que reducirá las primas de liquidez y restablecerá las condiciones comerciales ordenadas. De esta manera, estas medidas ofrecen un puente importante hacia tiempos mejores.

### III. Medidas de apoyo a empresas y bancos

Consideraciones similares guiaron las decisiones del BCE para mitigar el impacto de la crisis en las condiciones de financiamiento de empresas y bancos, más allá de los efectos en la curva de rendimiento soberano. Desde el comienzo de esta crisis, se sabía que se necesitaba un respaldo de liquidez extraordinario en los segmentos del mercado financiero y de capitales que estaban directamente expuestos a las consecuencias de la pandemia del Coronavirus. Por esta razón se decidió redirigir una fracción considerable de la dotación de compra adicional de 120,000 millones de euros en el marco del APP, así como del PEPP, para bonos elegibles del sector privado. Estas compras del sector privado, que también incluyen papel comercial, contribuyen directamente a la flexibilización del crédito para las empresas no financieras. Sin embargo, dado que la Zona del Euro es tradicionalmente una economía basada en los bancos, es poco probable que las medidas de apoyo a la liquidez en los mercados financieros fueran suficientes. Debían ir acompañadas de medidas que aseguraran que las condiciones de financiación para las pequeñas y medianas empresas siguieran siendo igualmente atractivas. Estas consideraciones forman el núcleo del segundo y tercer componente de la respuesta del BCE: preservar las condiciones viables de los préstamos bancarios y actuar como prestamista de última instancia para los bancos solventes. Junto con el primer componente proporcionan un respaldo confiable para empresas y hogares durante estos tiempos difíciles.

La fuerte reactivación del mercado primario para la emisión de bonos corporativos ha sido un pilar importante para respaldar las reservas de liquidez de las empresas con problemas de liquidez, también en vista de la evidencia de que las empresas han comenzado a reducir considerablemente las líneas de crédito bancarias, lo que está afectando al capital bancario. Sin embargo, al igual que en el espacio soberano, las condiciones de financiamiento de mercado para las empresas siguen

siendo significativamente más estrictas en comparación con las condiciones que prevalecieron durante los últimos años, lo que refleja el impacto masivo de esta crisis y la gran incertidumbre restante. Las medidas de apoyo al crédito bancario, junto con los esquemas de garantía crediticia proporcionados por los gobiernos, intentan mitigar esta fricción. En particular, para las contrapartes que mantienen sus niveles de provisión de crédito al sector real de la economía durante un horizonte definido que cubre el estallido de la pandemia, la tasa aplicada en las operaciones de refinanciamiento a largo plazo (TLTRO-III) puede ser tan baja como 25 puntos básicos por debajo de la tasa de interés media de la facilidad de depósitos, que en la actualidad implica una tasa de interés de -75 puntos básicos. Al proporcionar fuertes incentivos monetarios para que los bancos mantengan sus préstamos al sector real de la economía bajo el programa TLTRO-III, se contribuye con condiciones de préstamos bancarios más favorables, que tienden a exhibir un grado de inercia mucho mayor que los costos de financiamiento basados en el mercado. En Italia, por ejemplo, las condiciones de los préstamos bancarios para las empresas se mantuvieron notablemente resistentes en los últimos años a pesar de los cambios significativos en las condiciones de financiación basadas en el mercado soberano, los bancos y las empresas. Una vez más estas medidas pueden proporcionar un puente valioso hacia el futuro y ayudar a mantener estables los costos agregados de financiamiento externo de las empresas hasta que la economía se recupere y la incertidumbre disminuya aún más.

Por otro lado, otras dos características de este paquete refuerzan el canal de préstamos bancarios. Estas son, en primer lugar, las operaciones de refinanciamiento a largo plazo (LTROs por sus siglas en inglés), que brindan abundante liquidez a los bancos a tasas favorables en un momento en que el financiamiento a plazo se ha vuelto escaso y más caro. La segunda característica se relaciona con la flexibilización de los estándares de garantías para las operaciones crediticias. Ahora el BCE acepta un conjunto de activos mucho más amplio como garantía, incluidos préstamos de pequeño tamaño a pequeñas y medianas empresas (PYME) o incluso a trabajadores autónomos, y se aceptan en condiciones más favorables. Esto aumenta la liquidez del lado de los activos de los balances de los bancos y, por lo tanto, proporciona más incentivos para otorgar crédito al sector real de la economía, incluso durante el actual período lleno de desafíos.

### IV. Implicaciones macroeconómicas de la pandemia

En conjunto, y junto con las acciones tomadas en el ámbito europeo y nacional, las medidas tomadas por el BCE brindan un apoyo tangible a la economía de la Zona del Euro en un momento en el que la incertidumbre cobra gran importancia y los riesgos a la baja para las perspectivas de inflación a mediano plazo han aumentado. El personal técnico del BCE está evaluando en qué medida la crisis actual afectará a las probables trayectorias futuras de

inflación y crecimiento. A corto plazo, se puede esperar que la inflación general caiga de manera apreciable como consecuencia de la caída de los precios de la energía. La publicación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de marzo fue un presagio de lo que se puede esperar en los próximos meses. A mediano plazo, los efectos sobre la inflación y, en particular sobre la inflación subyacente, probablemente dependerán de dos factores generales: primero, la profundidad y persistencia del choque, incluidos los posibles efectos de histéresis prolongada en los mercados laborales, financieros y de productos; y, en segundo lugar, sobre la eficacia de las medidas de política económica adoptadas en respuesta a la crisis.

Aunque es demasiado pronto para evaluar el impacto total de estas medidas, existe evidencia tentativa de que las acciones políticas rápidas y decididas de las autoridades de todo el mundo, y de los bancos centrales en particular, ya han contribuido a restaurar la cautelosa confianza entre los pronosticadores profesionales. Por ejemplo, las previsiones de abril del sector privado recopiladas por Consensus Economics aún apuntan a expectativas de una recuperación en forma de V para la Zona del Euro, con una fuerte caída media del PIB del 5.7% este año y un repunte de magnitud casi similar en 2021.

Como resultado, si bien las expectativas de inflación para este año se han reducido drásticamente, las revisiones de las expectativas de inflación para los próximos años han sido limitadas y los pronosticadores del sector privado continúan viendo que la inflación en la Zona del Euro convergerá a niveles cercanos al 2% durante los próximos tres a cuatro años. Sin embargo, vale la pena señalar dos puntos: en primer lugar, la incertidumbre en torno a estas estimaciones es considerable y las previsiones para la inflación del próximo año oscilan entre -0.4% y 2.5%. Por lo tanto, cualquier pronóstico de punto medio debe tomarse con cautela. En segundo lugar, las previsiones del sector privado parecen considerablemente más optimistas que las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que prevé una contracción del PIB de la Eurozona del 7.5% este año y pronostica una recuperación notablemente más débil de solo el 4.7% en 2021.

## V. Conclusión

La forma que tomará finalmente la recuperación sigue siendo muy incierta en la coyuntura actual, incluso cuando las autoridades comienzan con gradualidad a flexibilizar las medidas de confinamiento en algunas economías. El BCE ha respondido con energía a esta crisis histórica mediante la adopción de un amplio conjunto de medidas cuidadosamente calibradas que, en conjunto, ayudan a mitigar las consecuencias económicas y financieras de la pandemia. Estas medidas contribuyen a aliviar las condiciones de financiamiento de las empresas y los hogares, así como apoyar a los bancos en su esfuerzo por mantener condiciones viables de liquidez en la economía en

general. El Consejo de Gobierno continuará monitoreando de cerca las implicaciones de la pandemia para la economía y está dispuesto a ajustar todos sus instrumentos, según corresponda, para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida y para evitar la fragmentación que pueda obstaculizar la transmisión fluida de la política monetaria. Al mismo tiempo, otras autoridades también tendrán que desempeñar su papel ya que, en última instancia, la recuperación dependerá de la combinación adecuada de política monetaria y políticas fiscal y reguladora eficaces, tanto en el ámbito nacional como europeo.

## Política monetaria durante la pandemia: inflación antes, durante y después del Covid-19<sup>1</sup>

### I. Introducción

En este resumen se presentará la discusión de los probables efectos del Covid-19 en la economía global y del Reino Unido, analizando los datos que se tienen en este momento, los cuales indican que la caída en el gasto agregado será extremadamente grande, consecuencia en parte por las medidas de contingencia para salvaguardar la salud pública y la prosperidad a largo plazo. Luego se analizará la respuesta de política del Comité de Política Monetaria, la cual debería ayudar a respaldar la demanda en los sectores de la economía que aún están operativos, ayudar a compensar cualquier efecto negativo persistente sobre la demanda y cumplir con el objetivo principal que es la estabilidad de precios.

### II. Evolución reciente de la economía

La pandemia del Covid-19 ha pasado de ser un riesgo potencial a un problema dominante en todo el mundo, afectando la economía en un corto tiempo, aunque aún no se puede conocer con exactitud el tamaño del impacto, en parte por las políticas de contención que se han tomado; sin embargo, se sabe que ha provocado grandes movimientos en los mercados financieros. Por ejemplo, se han detectado efectos tempranos en los mercados financieros a futuro, desplome en los precios de los activos riesgosos, aumento en la probabilidad de incumplimiento, pequeñas reducciones en la oferta de crédito del sector bancario (a diferencia de la crisis del 2008, este no se ha visto afectado de manera desproporcionada gracias a las acciones tomadas para mejorar la resiliencia del sistema financiero del Reino Unido por el Comité de Política Financiera); no obstante, el aumento del “spread” de los bonos corporativos y las caída de los valores de las garantías amenazan la provisión de crédito.

La oferta y la demanda en la economía también se han visto afectadas a causa del Covid-19 y las políticas de contención, esto se debe a que el trabajo y el consumo ha cesado o se ha reducido en los distintos sectores. Por ejemplo, el cierre de negocios podría considerarse una caída en la oferta y al mismo tiempo el temor social y el mayor riesgo de transmisión del Coronavirus provoca una caída de la demanda. Sin embargo, un aspecto importante de los efectos económicos de esta pandemia es que serán muy asimétricos ya que las empresas que dependen de la interacción social han tenido que cerrar, mientras las que ofrecen servicios remotos han crecido. Esto genera incertidumbre sobre la verdadera magnitud del “shock” inclinado sobre mayores consecuencias negativas para la economía, como una caída en el empleo cuando las empresas quiebren o los trabajadores sean despedidos,

un deterioro en el comercio y la inversión, la oferta de mano de obra o la productividad también caerán por los trabajadores que se vean contagiados por la enfermedad o deban aislarse, provocando una caída de la actividad en todo el mundo.

### III. Política monetaria

La primera línea para combatir los desafíos de la pandemia han sido los esfuerzos extraordinarios de los profesionales de la salud, cuidadores y voluntarios en todo el Reino Unido. Sin embargo, la política económica también puede ayudar a minimizar las perturbaciones resultantes para los hogares y las empresas, con el objetivo de que la economía vuelva a su potencial anterior al Covid-19 una vez que disminuyan los riesgos para la salud pública.

La política monetaria es solo una de las respuestas de la política económica, la cual afecta a toda la economía, pero no puede abordar por sí sola todas las dificultades. No puede proteger perfectamente del sufrimiento de los ingresos más bajos a las empresas y los hogares individuales, no puede controlar la volatilidad extrema y las fuertes caídas en los precios de activos en los mercados financieros o las perturbaciones en los mercados de oro. Por lo que el Comité de Política Monetaria junto con los otros comités de política del banco, el gobierno del Reino Unido, otros bancos centrales y autoridades extranjeras han unido esfuerzos y puesto en marcha una amplia variedad de planes gubernamentales.

El Comité de Política Monetaria ha tomado rápidamente una serie de acciones, estas respuestas difieren levemente del enfoque habitual en el equilibrio de la oferta y la demanda a corto plazo, pero se ha visto obligado a tomar este tipo de medidas debido a que la naturaleza del impacto económico del Covid-19 es muy diferente a los que se ha tenido que responder antes. Uno de los objetivos es evitar una reducción duradera en la capacidad de oferta y ayudar a compensar cualquier efecto persistente sobre la demanda, siendo esto coherente con el objetivo principal del Comité de Política Monetaria de mantener la estabilidad de precios y con los objetivos secundarios de apoyar la política económica del gobierno del Reino Unido, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo.

Las acciones tomadas por el Comité de Política Monetaria han sido reducir la tasa bancaria de 0.75% a 0.1%, se realizó un plan de financiación a plazo con incentivos adicionales para la pequeña y mediana empresa y el aumento del programa de compra de activos en £200 mil millones. Se espera que con una reducción en el costo del crédito aumente el flujo de caja para los prestatarios, que

<sup>1</sup> Resumen y traducción libre del discurso de Silvana Tenreiro (16 de abril 2020), Miembro externo del Comité de Política Monetaria, Banco de Inglaterra, Seminario virtual. Resumen elaborado por Diego Cierfuegos, Analista III del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

las flexibilidades en los préstamos ayuden a los hogares y empresas evitando despidos o cierre de negocios.

Finalmente, se espera que con una política más flexible se pueda ayudar a compensar las caídas en el gasto de los sectores mayormente afectados por la reducción de ingresos y pueda impulsar potencialmente la producción de los sectores en donde la demanda relativa ha aumentado.

#### IV. La meta de inflación

La inflación baja y estable permite a los hogares, empresas y al gobierno financiar sus gastos sin introducir primas de riesgo de inflación a los costos de endeudamiento y es esencial para la prosperidad económica a largo plazo. Por lo que el objetivo es mantener la estabilidad de precios y en la medida posible cumplir con la meta de inflación del 2%. Las decisiones recientes de política monetaria ayudarán a garantizar la estabilidad de precios; sin embargo, no se podrá evitar todos los efectos negativos de la crisis actual como puede ser; el aumento del desempleo que afectará el crecimiento de los salarios reales en toda la economía. Además, el Reino Unido se encontraba en una posición con presiones inflacionarias moderadas, lo cual significa que una política monetaria más flexible, necesaria para ayudar tanto a los hogares y a las empresas, también contribuirá a cumplir con la meta de inflación a largo plazo.

La libra esterlina se está depreciando, la política fiscal se ha relajado y se esperan cambios importantes en los precios relativos, lo que impulsará la inflación. Sin embargo, el Comité de Política Monetaria puede continuar con este tipo de estrategia de política, porque ha logrado anclar las expectativas de inflación en 2% y es fundamental que continúen ancladas. Por lo que el Comité de Política Monetaria se esfuerza en comunicar de una forma clara la evolución de la inflación durante y después del Covid-19.

#### V. Inflación durante el Covid-19

Es muy importante destacar que la interpretación de datos de inflación durante la crisis actual será más difícil, esto es causado porque el Covid-19 todavía se encuentra muy extendido y las medidas de distanciamiento social continúan vigentes, por lo que la lectura del IPC no será muy informativa como se ha acostumbrado. La recopilación de precios de las tiendas y negocios de forma física se detuvo y se migró a una forma remota o en línea, pero aun así existen precios de bienes y servicios (incluso sectores enteros) imposibles de recolectar por motivo de cierre temporalmente o de forma permanente.

Además, ha habido grandes cambios en los patrones de gasto, esto modifica la canasta de consumo representativa de los hogares. Por ejemplo, el gasto en productos básicos en los supermercados ha aumentado notablemente y el gasto del consumo social se ha detenido casi por completo, complicando la interpretación de los datos.

El efecto exacto de estos problemas, o incluso el signo de su efecto, será difícil de medir; lo cual provoca que la inflación en el corto plazo sea un indicador ruidoso y que probablemente existan presiones inflacionarias una vez la crisis actual disminuya. Así que conocer el comportamiento de la inflación antes de los acontecimientos recientes se vuelve muy útil.

#### VI. Inflación antes del Covid-19

Desde mediados de 2018 y antes del inicio del Covid-19 las presiones en el Reino Unido eran moderadas, la inflación subyacente se mantenía en tasas inferiores a las compatibles con la meta de inflación contradiciéndose con los datos sobre los salarios que indicaban solidez, también con el débil crecimiento de la productividad, con el crecimiento de los costos laborales unitarios y con el crecimiento anormal de las tasas de los costos laborales domésticos (véanse gráficas 1 y 2).

El enigma del elevado crecimiento de los costos laborales inconsistente con el cumplimiento de la meta de inflación y las débiles presiones sobre los precios no solo se observaba en el Reino Unido sino también en otras economías avanzadas como la Zona Euro y los Estados Unidos de América.

##### A. Costos laborales ponderados por el IPC

Una de las razones por las que la inflación se mantuvo moderada a pesar del fuerte crecimiento de los costos salariales unitarios es que el aumento de estos fue más lento para los bienes y servicios en la canasta del IPC que para toda la economía en su conjunto, el hallazgo anterior se relaciona con las diferencias en el crecimiento de los salarios, pero aún más con las diferencias en el crecimiento de la productividad entre industrias, si bien no es una mala medición “per se”, la medición del crecimiento de la productividad ha sido más fuerte en los sectores productores de bienes de consumo que en el agregado.

Por lo general, para la medición de los costos laborales se utilizan datos agregados, cuando debería centrarse en los costos que enfrentan las empresas que producen los bienes y servicios de la canasta del IPC. Por lo que una medida de los costos laborales ponderados por el IPC podría resultar más relevante. La gráfica 3 muestra una comparación entre la medición de los costos salariales unitarios ponderados según la participación de cada sector en las ventas finales de producción en la canasta del IPC (línea azul) contra la medición típica de los costos salariales unitarios (línea roja), se puede observar que en los últimos años la línea azul ha crecido a una tasa más baja y exhibiendo un repunte más lento que la línea roja. La parte más pequeña de la divergencia entre las dos medidas se debe a las diferencias en el crecimiento de los salarios.

En la tabla 1 se compara el crecimiento salarial ponderado por el IPC con el crecimiento promedio de los ingresos

semanales, se puede observar que el crecimiento salarial fue 0.5 puntos porcentuales más débil en 2019 en los sectores de consumo que en el promedio y solo 0.2 puntos porcentuales más débil en 2018. El resto de la divergencia se debe por las diferencias sectoriales en el crecimiento de la productividad. Además, desde el 2016 la productividad ha crecido alrededor de un punto porcentual más rápido en los sectores ponderados por el IPC que en el agregado, es más en los datos agregados se ha observado un estancamiento incluso cuando el crecimiento de los salarios se ha recuperado.

La canasta básica del IPC puede explicar parcialmente la relativa debilidad de la inflación en el pasado reciente; sin embargo, no resuelve por completo el rompecabezas, si bien los sectores con menor peso no son fundamentales para el IPC no quiere decir que un crecimiento más débil de la productividad sobre estos sectores no tenga ningún impacto sobre el IPC, ya que si no es a través de los costos salariales unitarios, puede afectar indirectamente a través del tipo de cambio, si el sector es exportador en su mayoría es probable que una menor productividad de las exportaciones pese sobre la libra esterlina. Además, los sectores que tienen una mayor relevancia para la producción que para el consumo también tienden a producir bienes o servicios que son utilizados como insumos intermedios, por lo que sus costos laborales pueden ingresar indirectamente al IPC, si bien el crecimiento del costo salarial unitario ponderado por el IPC ha sido menor que el crecimiento del costo salarial unitario agregado, sugiriendo que el crecimiento del costo salarial unitario para la producción de insumos intermedios haya sido mayor que el crecimiento del costo salarial unitario agregado, y al no transferir estos costos como un mayor crecimiento de los precios de los insumos, los sectores de producción intermedia se han enfrentado a un alto crecimiento de los costos laborales sin el reflejo de un aumento fuerte en la inflación.

## B. Descomposición de costos

Al medir la holgura de la economía normalmente el centro del análisis es el mercado laboral, esto es por distintas razones, entre ellas podemos encontrar: al momento que los costos divergen las empresas sustituyen a insumos más baratos; la mano de obra es el insumo donde los costos son fáciles de medir y es el insumo más grande en la producción, por lo que suele ser la principal fuente de exceso de demanda u oferta; se tienen datos completos sobre los salarios en la economía y el empleo es uno de los objetivos secundarios del Comité de Política Económica. Sin embargo, centrarse únicamente en el mercado laboral puede ser engañoso, pueden existir divergencias persistentes entre el crecimiento de los costos laborales y las tasas de inflación de los costos de otros insumos. Por lo que se propone la construcción de una medida de crecimiento de costos donde se pondere para reflejar la importancia de diferentes insumos en la producción.

El Comité de Política Monetaria, utilizando datos del Reino Unido, realizó las ponderaciones agregadas para cada insumo como se puede observar en la gráfica 4.

Todos los datos indicaban que los costos laborales durante los últimos dos años producían presiones inflacionarias, pero en la descomposición de costos presentados en la gráfica 5 se muestra que no son tan fuertes como se había inferido, esto se logra al observar únicamente los costos salariales unitarios y que los costos laborales tienen un peso inferior al 100%. El residuo (barras amarillas) se interpreta como una medida de contribución a la inflación de los márgenes de las empresas sobre los costos; nominalmente muestra que los márgenes se redujeron inicialmente tras el aumento de los precios de importación a partir de 2016, luego muestra una recuperación en 2017 y 2018 a medida que los aumentos de los costos se transfirieron al IPC. Esto es coherente con las declaraciones y pronósticos del Comité de Política Monetaria, las barras amarillas han contribuido positivamente en la última década, y es lo que se espera en promedio, dado que una parte de los precios consistirá en los márgenes de las empresas y los precios deberían de aumentar en línea con la meta de inflación. Sin embargo, estas barras son bastante volátiles, lo cual puede ser causado por contener varios tipos de errores de medición.

Durante los dos últimos años un enigma clave para el Comité de Política Monetaria ha sido la divergencia entre las tasas de crecimiento de las diferentes medidas de inflación generadas en el Reino Unido, en particular entre los fuertes costos salariales unitarios y la inflación moderada. La gráfica 5 sugiere que la reciente resistencia sobre el crecimiento de los costos es la inflación negativa de los alquileres comerciales. Hay una serie de posibles explicaciones para la debilidad de la inflación de los alquileres en los últimos años. La mayor parte de la recesión corresponde a un período en el que el crecimiento de la demanda se había desacelerado, en parte debido al período de incertidumbre y al menor crecimiento de la renta real tras el referéndum de la Unión Europea. Sin embargo, existen impulsores más estructurales. Los informes de los bancos sugirieron que las ventas en línea estaban creciendo, lo cual trajo como consecuencia una reducción en la demanda de espacios de alquiler, también nueva modalidad de alquilar espacios compartidos y el trabajo remoto han reducido la demanda.

## VII. Inflación después del Covid-19

Se estudiaron dos explicaciones complementarias para la moderada inflación del Reino Unido en el período anterior al Covid-19: Un menor crecimiento del costo salarial unitario en los sectores de consumo, impulsado por un mayor crecimiento de la productividad y una inflación débil en el costo de otros insumos, particularmente rentas. En la gráfica 6 se observa cómo las ventas en línea han tenido una tendencia al alza, pasando de menos del 5% en el 2007 a más del 20% en 2020, sin contar que esta cifra crecerá aún más con los datos de marzo y abril del presente año cuando las nuevas regulaciones de distanciamiento social comenzaron a afectar el comportamiento del consumidor. En estudios previos, el 83% de los

consumidores preferían comprar en persona; sin embargo, puede que estas preferencias cambien al terminar la crisis y los consumidores migren de una forma más permanente a comprar en línea, un ejemplo son los supermercados, que han mejorado sustancialmente sus servicios en línea, por lo que las personas inclinarán sus preferencias a este tipo de compra. Si la tendencia alcista continúa, este efecto afectaría los costos salariales unitarios y la inflación total.

Además, el gran cambio en el comercio minorista en línea junto con la modalidad de trabajo a distancia podría llevar a una debilidad prolongada en la inflación de los alquileres. Los alquileres en el sector minorista ya se encontraban en declive con una caída de 5% a finales de 2019 y de continuar así la inflación de los alquileres continuará cayendo. Al mismo tiempo esto afectará a las empresas, las cuales también reducirán su demanda de alquiler comercial ya que encontraron reducción de costos al migrar al trabajo desde casa, y especialmente si en esta crisis necesitaron invertir en tecnologías para facilitar esta forma de trabajo.

Nuevamente esto repercutiría en una menor inflación de costos y un período de inflación de precios más débil.

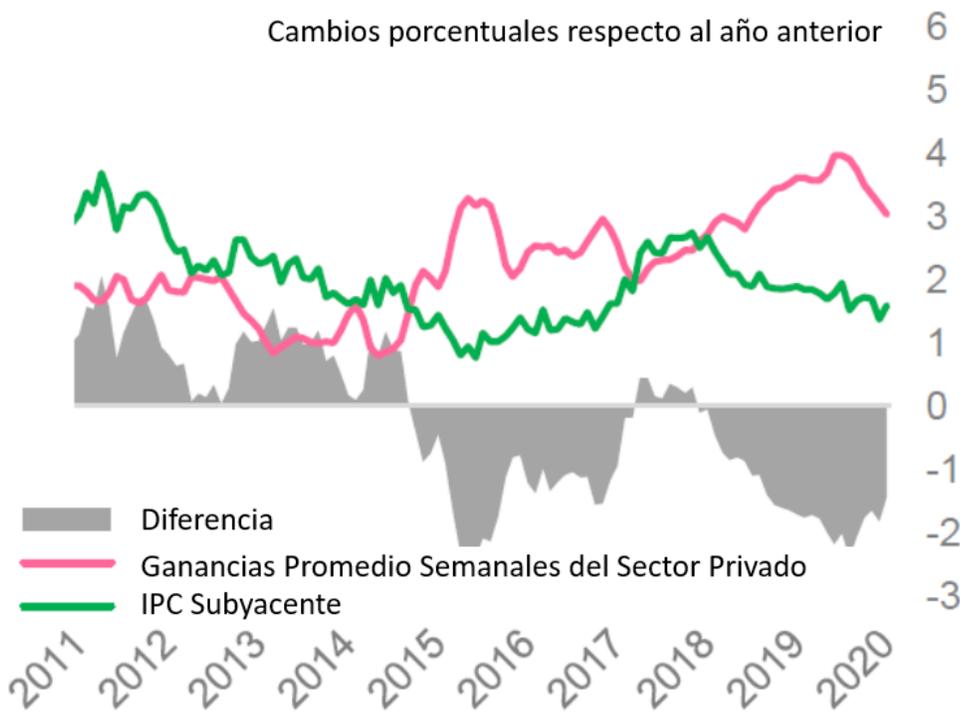
Por último, se están presenciando cambios drásticos en la canasta de consumo, muchos de estos pueden revertirse cuando las empresas vuelvan a abrir, pero es probable que existan algunos efectos permanentes en los bienes y servicios consumidos.

**VIII. Conclusión**

El Covid-19 está teniendo efectos sin precedentes en todas las sociedades humanas y el Comité de Política Monetaria, en estrecha coordinación con otros responsables de política del banco central y del gobierno, efectuará todo lo posible para minimizar las perturbaciones económicas que la crisis pueda causar a los hogares, empresas y mercados financieros. Si bien no se sabe cómo el mundo se verá afectado después de esta pandemia, se continuará estableciendo políticas para lograr la estabilidad de precios.

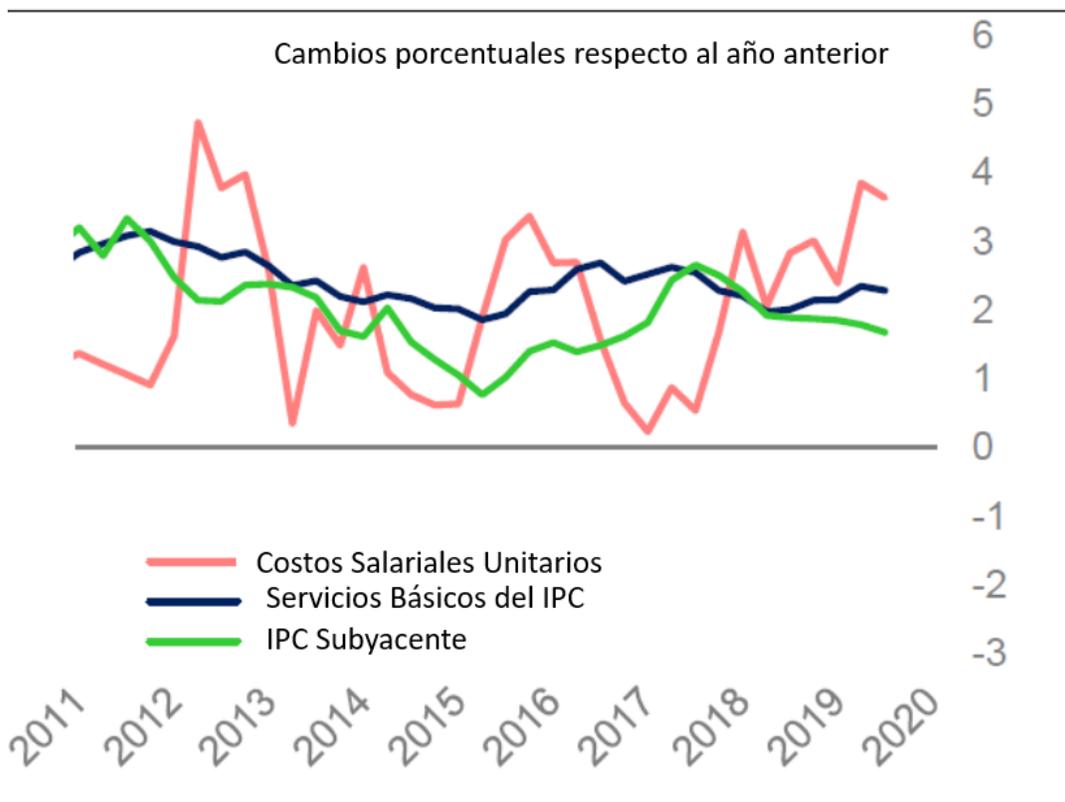
**Gráficas**

**Gráfica 1: Ganancias semanales medias e inflación**

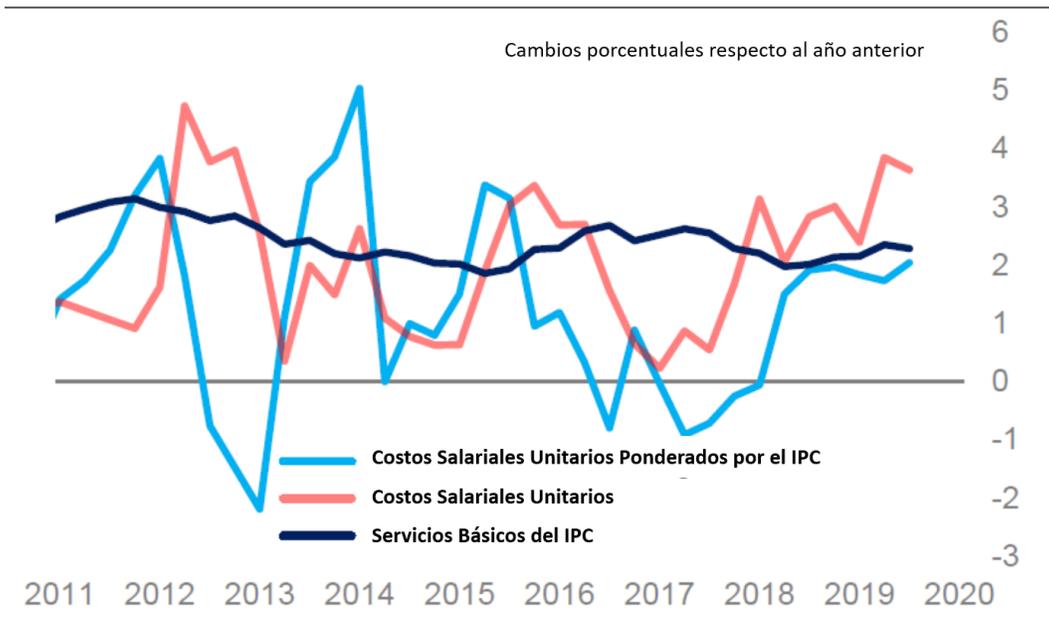


Fuente: ONS y Cálculos Propios del Banco

### Gráfica 2: Crecimiento del costo laboral unitario e inflación subyacente

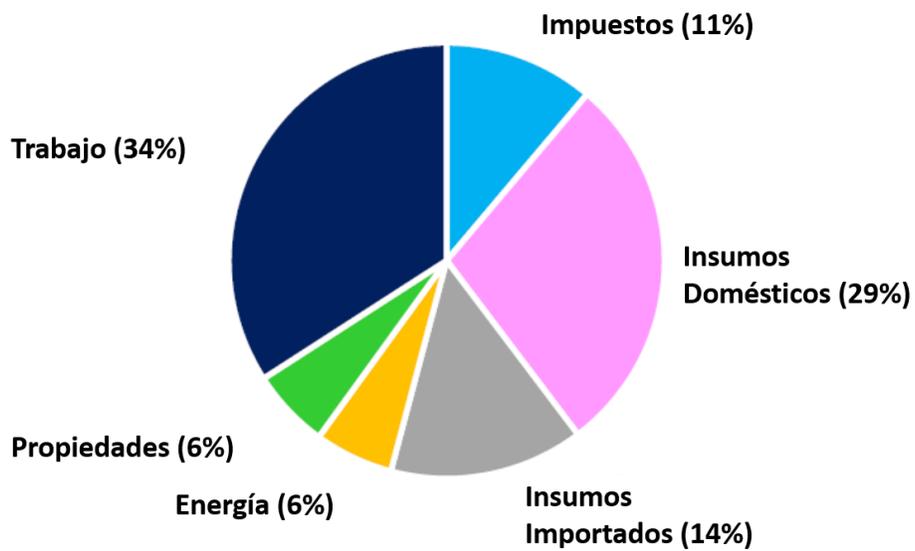


### Gráfica 3: Costos salariales Unitarios vs costos salariales unitarios ponderados por el IPC



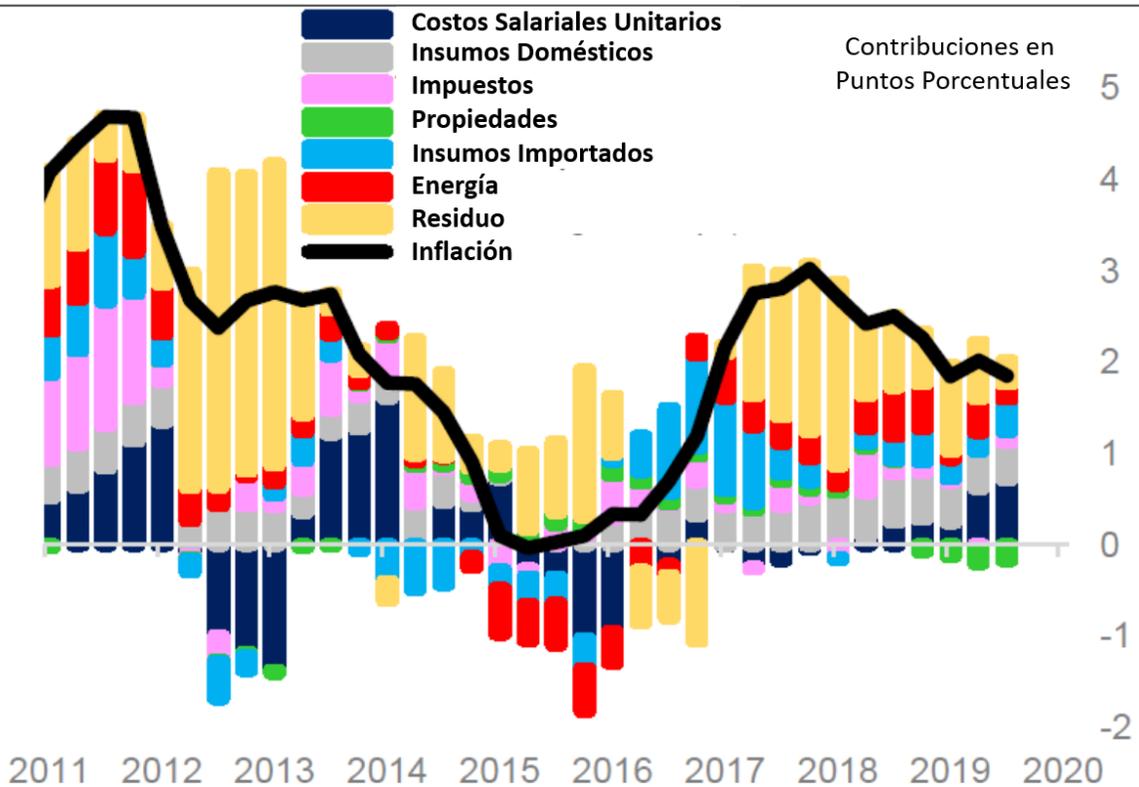
Fuente: ONS y Cálculos Propios del Banco

Gráfica 4: Ponderaciones de la descomposición de costos (promedio ponderado por IPC de todas las industrias)



Fuente: ONS y Cálculos Propios del Banco

Gráfica 5: Descomposición de costos de la inflación total



Fuente: ONS, IPD y Cálculos Propios del Banco

**Gráfica 6: Participación de las ventas minoristas compradas en línea (en porcentaje)**

Fuente: ONS



## Directorio

### Director

Johny Rubelcy Gramajo M.

### Consejeros

Ivar Ernesto Romero Ch.

Edgar Rolando Lemus R.

### Coordinador

Herberth Solórzano Somoza

### Producción

Ronald Vinicio Ruiz Alonzo

### Edición de textos

Juan Francisco Sagüí Argueta

### Arte y Diagramación

Juan Carlos Calderón

### Impresión

Sergráfica

Notas Monetarias es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: Notas Monetarias del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

