



# NOTAS MONETARIAS

BANCO DE GUATEMALA, noviembre - diciembre 2020, No. 166, año 22

## Puente hacia la recuperación: la respuesta del Banco de Canadá a la pandemia del COVID-19<sup>1</sup>

Rodrigo Chang<sup>2</sup>

### I. Reforzando el puente hacia la recuperación económica

La pandemia del COVID-19 es una grave amenaza para la salud y se necesitaron acciones de salud pública para contener la propagación del virus. En general, la implementación de estas acciones ha impactado la economía global. Todos los sectores de la economía canadiense se vieron afectados: la energía, los viajes y la hostelería, las industrias de servicios se ven especialmente afectadas. Se espera que la situación derivada de la pandemia provoque que el producto interno bruto (PIB) canadiense caiga entre un 15% y un 30% en el segundo trimestre de 2020, con respecto a su nivel a finales de 2019.<sup>3</sup> En el momento de redactar este informe aún no se ha publicado un pronóstico completo porque todavía se desconocen muchos factores que están afectando, pero incluso en un buen escenario, la producción perdida se recuperará solo gradualmente a medida que se levanten las disposiciones de contención, las personas regresen al trabajo y la producción aumente.

Los diferentes niveles de gobierno canadiense han tomado medidas extraordinarias para construir y reforzar un puente hacia la recuperación, limitando las dificultades y minimizando cualquier daño duradero que pudiera impedir el retorno al crecimiento. Es por ello que muchas acciones están diseñadas para ayudar a las empresas a superar la situación y mantener las relaciones comerciales entre las personas y sus empleadores, para que puedan retomar actividades rápidamente. Por ejemplo, existen subsidios salariales, asistencia de alquiler comercial e importantes programas de préstamos dirigidos por Export Development Canada y el Business Development Bank of Canada. Asimismo, las iniciativas del Banco de Canadá están reforzando este puente. Las acciones de política hasta la fecha se han dividido en dos clases, que se comentan a continuación.

#### A. Acciones de política monetaria

El primer grupo de acciones son las de política monetaria. En este sentido, se ha reducido la tasa líder de política en 150 puntos básicos, acumulados desde principios de marzo hasta llegar a 25 puntos básicos en este instrumento.<sup>4</sup> Este

### Contenido

1. Puente hacia la recuperación: la respuesta del Banco de Canadá a la pandemia del COVID-19 ..... p. 1
2. El canal de incertidumbre del coronavirus ..... p. 5

Canadá tenía a inicios de marzo menos de 30 casos de COVID-19 y no existían aún los de transmisión comunitaria. En apenas ocho semanas los casos registrados llegaron a 60,000, provocando que el gobierno tomara medidas para contener el avance de la pandemia. Por su parte, los precios del petróleo se desplomaron desde los observados en enero y los mercados financieros han registrado señales crecientes de estrés. En este escenario de urgencia era necesario que el banco central tomara acciones que permitieran construir un puente sólido hacia la recuperación. Mientras tanto, las autoridades fiscales a nivel mundial tomaron la iniciativa, derivado de que la política fiscal está en mejor posición para mitigar el impacto económico de medidas de contención de la pandemia de forma ágil; las autoridades reguladoras suavizaron las reservas de capital para crear espacio en el balance general para que los bancos satisfagan la creciente demanda de crédito; y los bancos centrales redujeron las tasas de interés de política e implementaron programas para ayudar a mitigar las consecuencias económicas y sentar las bases para la recuperación.

Carolyn Wilkins describe a continuación las principales acciones que ha tomado el Banco de Canadá ante la crisis económica provocada por la pandemia del COVID-19, en cuanto a sus objetivos, los beneficios que se han obtenido y en el manejo de riesgos.

<sup>1</sup> Resumen y traducción del discurso "Bridge to recovery: the Bank's COVID-19 pandemic response", pronunciado el 4 de mayo de 2020 por Carolyn A. Wilkins en el CD Howe Institute, Toronto, Ontario. Wilkins es vicegobernadora superior, miembro del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo del Banco de Canadá.

<sup>2</sup> Analista III de la Sección de Investigación Económica Aplicada del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

<sup>3</sup> El PIB real canadiense se contrajo un 11.5% en el segundo trimestre de 2020, antecedido por una contracción de 2.1% en el primer trimestre de 2020. Para mayor información, véase <https://www150.statcan.gc.ca/n1/daily-quotidien/200828/dq200828a-eng.htm> para una descomposición más detallada del declive de este indicador.

<sup>4</sup> Al 28 de octubre de 2020 la tasa líder se mantiene en 25 puntos básicos. La siguiente fecha del anuncio de tasa de interés será el 9 de diciembre. Véase <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/key-interest-rate/>.

ha sido considerado como el límite inferior (ZLB, por “Zero Lower Bound”) efectivo. La velocidad y la magnitud de estos recortes en la tasa líder reflejan la opinión del Consejo de Gobierno sobre la gravedad de la situación y su impacto en las presiones inflacionarias. Por otra parte, el impacto de la caída del precio del petróleo desde principios de año, con el precio del crudo WTI ahora alrededor de un 70% más bajo, justifica gran parte de esto; sus efectos serán más fuertes en las regiones de uso intensivo de energía y se extenderán por todo Canadá.

En este momento es posible que las tasas más bajas no generen mucha demanda de crédito, pero están sentando las bases para el comienzo de la recuperación, una vez que se levanten las medidas de contención.

## B. Reparar el funcionamiento del mercado

La segunda clase de acciones consiste en reparar el funcionamiento del mercado para que los canales de préstamos sigan funcionando. Para el momento en que la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró el COVID-19 como una pandemia mundial el 11 de marzo, la gravedad de la situación estaba empeorando. El estrés se irradiaba a través de los principales mercados canadienses de financiamiento, y habíamos visto una de las tres caídas más importantes en el mercado de valores en la historia de Estados Unidos.

Estuve en llamadas telefónicas con instituciones financieras, contrapartes de otros bancos centrales, colegas nacionales del Departamento de Finanzas, la Oficina de Superintendencia de Instituciones Financieras y la Corporación de Vivienda e Hipotecas de Canadá (CMHC por sus siglas en inglés). Estas conversaciones nos ayudaron a diseñar una estrategia que se enfocara en los problemas más urgentes y pudiera implementarse rápidamente. Nuestra prioridad era restaurar el funcionamiento de los principales mercados de financiamiento a corto plazo, que son aún más críticos para las empresas y las personas que experimentan interrupciones temporales en sus ingresos. Una lección que aprendí de la crisis financiera mundial de 2007-2009 fue que los bancos reducirán las líneas de crédito cuando las fuentes de financiamiento se vuelvan demasiado inciertas. Por lo tanto, nuestros programas están dirigidos directamente a:

- Mercados de financiamiento de corto plazo para los bancos, de manera que puedan seguir prestando servicios a empresas e individuos. Esto incluye operaciones de reporto a plazo realizadas con una amplia gama de garantías de alta calidad, por plazos de hasta dos años. También existe un servicio de liquidez permanente, denominado “Standing Term Liquidity Facility”, abierto a un conjunto más amplio

de instituciones financieras. Es bueno ver que los bancos utilizan estos servicios para poder otorgar préstamos a hogares y empresas.

- Mercados que proporcionan capital de trabajo a empresas y a las autoridades. Por ejemplo, estamos comprando aceptaciones bancarias (AB),<sup>5</sup> papel comercial y deuda a corto plazo de todas las provincias. Los mercados de este tipo de valores son fundamentales para satisfacer las necesidades comerciales: gastos inesperados, interrupciones en las cuentas por cobrar e incluso el pago de nómina.
- El mercado de letras del tesoro (“T-bill”) del gobierno de Canadá. El Banco ha aumentado temporalmente su participación en las subastas de letras del tesoro de un máximo del 25 al 40%. Existe una mayor demanda de efectivo debido a las acciones de política fiscal tomadas para apoyar la economía en estos momentos difíciles. Dos ejemplos de esto son el programa de subsidios salariales del 75%<sup>6</sup> y la prórroga en los pagos de impuestos hasta fines de agosto, por lo cual el gobierno requería de apoyo.

Aunque todavía es muy pronto, ya se pueden vislumbrar los beneficios de estos programas. La actividad económica se ha reanudado y las brechas se han reducido en los mercados en los que estamos operando.

Además, hemos decidido implementar un programa de compra de bonos del gobierno de Canadá para abordar las tensiones que estábamos viendo en ese mercado, ya que la creación de mercado<sup>7</sup> se vuelve prohibitivamente arriesgada cuando los precios de los activos fluctúan ampliamente. En este sentido, nos hemos comprometido a comprar un mínimo de cinco mil (\$5,000) millones de títulos del gobierno de Canadá en el mercado secundario durante cada semana hasta que la recuperación esté bien encaminada.

También observamos tensiones en otros mercados de financiamiento de más largo plazo que podrían dificultar que otras autoridades gubernamentales y las empresas ejecuten planes financieros estables a más largo plazo. Aunque la situación actual será temporal, los empresarios saben que no se pueden gestionar adecuadamente los riesgos basándose únicamente en el financiamiento de corto plazo, por lo que estamos implementando programas para comprar una gama más amplia de bonos en el mercado secundario. Nos hemos comprometido a comprar hasta cincuenta mil (\$50,000) millones en deuda provincial en todas las provincias y hasta diez mil (\$10,000) millones en deuda corporativa de alta calidad en dólares canadienses.

<sup>5</sup> Las aceptaciones bancarias son la letra de cambio (o aceptación) que emite un banco en respaldo al préstamo que hace a una empresa. El banco, para fondearse, coloca la aceptación en el mercado de deuda, gracias a lo cual no se respalda en los depósitos del público.

<sup>6</sup> El programa de subsidios salariales del 75% se refiere al programa Subsidio salarial de emergencia de Canadá (CEWS por las siglas “Canada Emergency Wage Subsidy”), que consiste en un subsidio que estuvo inicialmente disponible por un periodo de doce semanas (compuesto por tres periodos de cuatro semanas), desde el 15 de marzo de 2020 hasta el 6 de junio de 2020.

<sup>7</sup> La creación o animación de mercado se refiere a las actividades que realizan los creadores de mercados, quienes son designados por los rectores del mercado financiero y están obligados a ofrecer un precio de venta al que están dispuestos a vender los activos y un precio de compra al que están dispuestos a comprarlos, otorgando liquidez y fluidez de los participantes en el mercado. Véase <https://www.investopedia.com/terms/m/marketmaker.asp>

Finalmente, estamos comprando bonos hipotecarios de Canadá (CMB por sus siglas en inglés) para respaldar el funcionamiento de este mercado, que constituye una fuente importante de financiamiento para préstamos hipotecarios a propietarios canadienses. Esto a su vez también complementa al programa de compra de hipotecas aseguradas de la CMCH.

## II. No perder de vista el objetivo

Si bien cada uno de estos programas de intervención ha sido diseñado para abordar un problema específico en los mercados crediticios, todos tienen un elemento en común: aumentan el tamaño del balance del Banco porque implican la adquisición de activos financieros. Estas actividades se han financiado a través de saldos de liquidación, que aparecen como depósitos de los bancos en nuestro balance. No es novedoso que los bancos centrales amplíen sus balances para satisfacer una mayor necesidad de liquidez. Esta función tradicional es consistente con el objetivo de inflación, porque una recuperación económica no puede sostenerse sin un sistema financiero que funcione bien.

Algunos entes muestran preocupación acerca de cómo podremos asegurarnos de que la expansión del balance del Banco no lleve a una inflación imparable a medida que se recupere la actividad económica. Como fanática del trabajo del profesor de la Western University, David Laidler,<sup>8</sup> nunca podría descartar esta preocupación. Sin embargo, hay varios factores que me tranquilizan:

- Primer punto, y el más importante: los objetivos de control de la inflación continuarán guiando nuestras acciones.
- En segundo lugar, una buena parte del aumento del balance se cerrará de forma natural a medida que se cancelen las medidas de liquidez y las compras de activos a corto plazo, tal como vimos después de la crisis financiera mundial de 2008. En este momento, cerca del 90% del aumento en nuestro balance general vencerá dentro de un año. Aunque esta proporción disminuirá a medida que avancen nuestras compras de bonos, la mayoría de los valores adquiridos a largo plazo estarán disponibles para la venta.
- En tercer lugar, tenemos los medios para controlar la cantidad de estímulo monetario en la economía incluso si nuestro balance sigue siendo más grande de lo que era. Podemos subir el tipo de interés a un día y, con él, la retribución de los depósitos. Podemos realizar operaciones inversas de reporto o vender activos según sea necesario para drenar la liquidez y reforzar el objetivo de la tasa a un día.

Por otra parte, a otros les preocupa que la situación actual presente el riesgo opuesto: la deflación. Dado el alto

nivel de endeudamiento, no hay duda de que esta sería una situación desestabilizadora para muchos porque los ingresos caerían, pero el valor de la deuda no. Sin embargo, las comparaciones con la deflación observada en la Gran Depresión de los años 30 (del siglo XX) son inútiles ya que, por un lado, el sector bancario está en mucha mejor forma de lo que estaba en ese momento y, por el otro, no cometeremos los mismos errores de política.

Ya sea un riesgo de inflación o deflación, la credibilidad del banco central es fundamental. Esto requiere estar atento a nuestro mandato y mantener la independencia operativa para lograrlo. El acuerdo de metas de inflación entre el Banco de Canadá y el gobierno federal ha sido la piedra angular de nuestra independencia operativa durante casi tres décadas. Nuestros nuevos programas se alinean con este acuerdo porque están ayudando a disminuir las dificultades financieras del presente y cimentando el camino hacia una recuperación sostenible.

### A. Manejo de riesgos

El Banco ha estado atento a diseñar los programas de intervención de manera que se gestionen prudentemente los riesgos.

- Por un lado, el riesgo financiero para los contribuyentes es bajo porque los programas se definen teniendo en cuenta la mitigación del riesgo, a través de límites de plazo hasta el vencimiento, calificaciones crediticias mínimas, límites de contraparte y límites de concentración.
- Asimismo, los riesgos operativos se reducen porque nuestro equipo está ejecutando las transacciones desde tres sitios diferentes y hemos contratado administradores de activos establecidos para tres de los programas de compra de títulos y valores. Estos gerentes están sujetos a estrictos requisitos de conflicto de intereses, mandatos bien definidos con discreción limitada y fuerte supervisión del Banco de Canadá.
- Se ha colaborado estrechamente con el gobierno federal para obtener acuerdos de indemnización en los principales programas de compras. Esto proporciona una garantía adicional de que la utilización de estos programas permanecerá estrechamente vinculado al objetivo de control de la inflación del Banco.

Seremos transparentes sobre nuestras operaciones, lo que incluye ser claros sobre los parámetros de nuestros programas e informar sobre nuestras tenencias de manera regular. Es importante lograr el equilibrio adecuado entre transparencia y demasiados detalles específicos del comercio para que el Banco pueda ofrecer los mejores resultados a los contribuyentes.

<sup>8</sup> David Ernest William Laidler, nacido en 1938, es un economista que ha sido uno de los más destacados estudiosos del monetarismo.

### III. Perspectivas a futuro

Desde que la OMS declaró al COVID-19 una pandemia mundial, se han logrado avances en muchos frentes, pero aún queda mucho por hacer. En este sentido, en el informe de política monetaria de abril, describimos dos posibles escenarios para la economía canadiense:<sup>9</sup>

- El escenario más favorable asumió que las medidas para frenar la propagación del virus comenzarían a levantarse entre mayo y junio. Esto presagiaría una reafirmación de la demanda interna y externa y, con ella, la confianza de los consumidores y las empresas.
- La recuperación podría tardar más, lo que resultaría en un escenario más severo. Las medidas de contención podrían permanecer en vigor por más tiempo, el deterioro de la confianza podría persistir y la producción podría despegar de nuevo más lentamente si el daño a las cadenas de suministro es más profundo.

Estaremos en mejor posición para considerar escenarios más precisos a medida que los planes de reinicio de la actividad económica se vuelvan más concretos. Como se enfatizó cuando se publicó el informe de política monetaria de abril, podemos recalibrar nuestros programas de compra de activos de acuerdo con los objetivos de política monetaria, en lugar de únicamente al funcionamiento del mercado, si es necesario.

Todos sabemos que Canadá se quedará con más deuda que cuando empezó la pandemia, tanto del gobierno como del sector privado. Para hacer frente a esta situación se requerirá una planificación cuidadosa, políticas macroprudenciales inteligentes y un crecimiento económico sostenible.

Recordemos que existen oportunidades para lograr un crecimiento sólido y sostenible a largo plazo, que no desaparecerán debido al COVID-19. Algunas pueden volverse aún más prometedoras: la transformación digital, inversiones para cambiar a una economía baja en carbono. La reubicación y aseguramiento de las cadenas de suministro se convertirán en nuevos e importantes factores, por lo que reducir las barreras para hacer negocios en todo el país tiene aún más sentido. Muchas de estas oportunidades necesitarán la colaboración del sector público y privado, así como capital social. El Banco de Canadá hará su parte para cerrar este período y apoyar una recuperación duradera. Canadá verá el otro lado de esta crisis.

### IV. Conclusión

La pandemia mundial del COVID-19 ha provocado una recesión económica mundial, a la que los gobiernos de

muchos países han respondido con diferentes acciones de política monetaria y fiscal. En este discurso se presentó la perspectiva de la vicegobernadora superior del Banco de Canadá, Carolyn Wilkins, quien enmarca las acciones del banco central de ese país en el contexto de la política monetaria y las medidas que pueden propiciar un adecuado funcionamiento de los mercados de financiamiento. En general, estas acciones de política están guiadas por la búsqueda de un correcto balance entre la persecución del objetivo fundamental del Banco respecto a la estabilidad de precios y una arista de control de riesgos en que incurre el Banco en la ejecución de dichas políticas. La credibilidad y transparencia de la institución son factores clave en la planificación de estas acciones.

### V. Referencias

Wilkins, Carolyn (2020). Bridge to recovery: the Bank's COVID-19 pandemic response. 4 de mayo de 2020. CD Howe Institute, Toronto, Ontario, Canada. Disponible en: <https://www.bankofcanada.ca/2020/05/bridge-recovery-banks-covid-19-pandemic-response/>

<sup>9</sup> En el informe de política monetaria de octubre de 2020, se describe que tras el repunte del crecimiento económico que se produjo cuando se levantaron las medidas de contención y se reabrió la economía, la economía canadiense pasó a una fase de recuperación más lenta y prolongada. Las fases de esta recuperación avanzan con un repunte inicial más fuerte de lo esperado. Además, es probable que la desaceleración a corto plazo en la fase de recuperación sea más pronunciada como resultado del reciente aumento de infecciones por COVID-19. La recuperación económica aún depende de la evolución de la pandemia. Véase <https://www.bankofcanada.ca/2020/10/mpr-2020-10-28/>.

## El canal de incertidumbre del coronavirus<sup>1</sup>

### I. Introducción

El brote del nuevo coronavirus, o COVID-19, ha perturbado gravemente la actividad económica mundial. Las medidas para la contención del virus han producido, como efecto colateral, una desaceleración económica, siendo transmitidos dichos efectos tanto en términos de oferta como de demanda. Sin embargo, la incertidumbre respecto a la duración de las medidas, la amenaza de un segundo brote del virus, entre otras, pueden agravar los efectos colaterales de las medidas de contención aplicadas.

Los autores Sylvain Leduc y Zheng Liu presentaron en marzo de 2020 un modelo que describe la transmisión de la incertidumbre, medida a través del VIX,<sup>2</sup> en tres componentes clave de la economía: el desempleo, la inflación y la tasa de interés. Además de esto, dicho modelo sugiere prescripciones de política monetaria para amortiguar los efectos de dicha incertidumbre.

Aunque el modelo es aplicado para el contexto estadounidense, su razonamiento, metodología y conclusiones son relevantes para el contexto guatemalteco, debido a la similitud de los efectos del virus en dicha economía, como en la economía mundial.

### II. La representación de la incertidumbre sobre el VIX

La incertidumbre tiene lugar en diferentes aspectos de nuestra vida y es especialmente impactante en las decisiones económicas a largo plazo, dado que puede ser costoso revertirlas. Ejemplos de incertidumbre en el largo plazo para decisiones económicas pueden ser: la suposición de la situación laboral cuando las personas compran una casa, así como la disposición de medios para realizar los pagos de la hipoteca; o las suposiciones de la fortaleza de la economía en los años futuros al momento que una empresa decide invertir en maquinaria. Cualquier persona o empresa pospondrá sus decisiones de inversión si no vislumbra claramente el horizonte por venir.

El Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago (CBOE-VIX por sus siglas en inglés) proporciona una medida instantánea de las expectativas de los inversionistas sobre las fluctuaciones esperadas en el Índice S&P 500 (SPX) en los siguientes 30 días.

Como se muestra en la figura 1 el índice VIX se ha disparado varias veces a lo largo de la historia. Saltó a su récord anterior en noviembre de 2008, en medio de la crisis financiera mundial. El VIX también se incrementó abruptamente entre el tercer y cuarto trimestres de 2018 durante un período de tensión comercial, derivado de las negociaciones entre los Estados Unidos y China. Más recientemente el VIX alcanzó niveles superiores a los observados durante la crisis financiera mundial de

2007-2008, producto de la pandemia del COVID-19 y la incertidumbre sobre su impacto negativo en la economía mundial.

### III. El canal de la incertidumbre

Siguiendo las mismas ideas expuestas en el trabajo “Los choques de incertidumbre son choques de demanda agregada”, escrito por los mismos autores, se utiliza un modelo estadístico para aislar los efectos de los picos de incertidumbre en la macroeconomía estadounidense, centrándose en el impacto de movimientos repentinos de gran magnitud en el VIX. Específicamente, y siguiendo a Bloom (2009), se toman en cuenta aquellos cambios en el VIX que son al menos 1.65 veces la desviación estándar por encima del promedio del índice. Dada la naturaleza del índice, los cambios pueden ser interpretados como choques exógenos para la economía.

Los investigadores incluyeron en el modelo la tasa de desempleo, la tasa de inflación y la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro con vencimiento a tres meses; todas ellas, variables de Estados Unidos. La estimación del modelo abarca desde enero de 1986 hasta enero de 2020, dada la disponibilidad de los datos al momento de la elaboración del documento.

En teoría, una mayor incertidumbre puede generar desempleo, debido a que las relaciones laborales se plantean como decisiones a largo plazo, en las cuales se incurren en altos costos para subsanar los efectos de un período de desaceleración económica. Cuando aumenta la incertidumbre los empleadores pueden optar por esperar antes de llenar nuevos puestos, contribuyendo a un mayor desempleo. Al mismo tiempo, un aumento de la incertidumbre puede afectar el consumo, dado que algunos hogares optan por ahorrar por razones precautorias: el caso extremo es que pierdan sus trabajos. Dicha reducción del consumo disminuye la demanda agregada, aumentando aún más el desempleo, además de provocar una caída en inflación.

Estas predicciones teóricas son compatibles con lo que muestra la evidencia empírica. La figura 2, figura 3 y figura 4 muestran los efectos estadísticos promedio de un choque de incertidumbre en las tres variables macroeconómicas en el modelo. Cada figura muestra el promedio como una línea continua, con sombreado que indica un 90% de certeza que el promedio cae dentro de esa zona. Tras un aumento repentino de la incertidumbre, la tasa de desempleo (figura 2) aumenta con el tiempo, alcanzando su valor máximo aproximadamente un año después del impacto. Del mismo modo, la figura 3 muestra que la tasa de inflación cae persistentemente durante unos seis meses antes de comenzar a subir de nuevo. La tasa de interés (figura 4) cae rápidamente, lo que refleja la

<sup>1</sup> Mauricio Vargas Estrada, Departamento de Investigaciones Económicas, Sección de Modelos Macroeconómicos, del Banco de Guatemala. Traducción libre y resumen de la publicación “The uncertainty channel of the coronavirus”. Artículo publicado por S. Leduc y Z. Liu, en 2020 FRBSF Economic Letter.

<sup>2</sup> El índice VIX representa la volatilidad esperada en el corto plazo del Índice S&P 500 (SPX). No existe un valor exacto para determinar si el VIX es alto o bajo. Sin embargo, algunos analistas señalan que se espera una volatilidad elevada en el mercado de acciones, si el valor de este indicador se sitúa por arriba de 30, lo cual indica nerviosismo y preocupación por parte de los inversionistas. Por el contrario, si el VIX registra un valor por debajo de 20, la volatilidad en dicho mercado se considera estable, lo que indica optimismo y relajación por parte de los inversionistas.

relajación de la política monetaria en respuesta al impacto de la incertidumbre.

La combinación de un aumento en la tasa de desempleo, una disminución de la actividad económica y una caída en la inflación sugieren que la incertidumbre afecta la economía de una manera similar a una reducción en la demanda agregada (Leduc y Liu 2016). Así, a través de la incertidumbre, la pandemia del COVID-19 tiene importantes efectos colaterales sobre la demanda, en adición a los efectos sobre la oferta, derivados de la discontinuidad en la cadena de suministros y los recortes de mano de obra.

Si la respuesta de la política monetaria es reducir la tasa de interés, con el fin de corregir la tasa de desempleo, dado el objetivo dual que maneja la FED, existe el riesgo para el aumento de la inflación. Alternativamente, si la FED eleva las tasas de interés para estabilizar la inflación, correría el riesgo de amplificar el aumento del desempleo.

La política monetaria puede compensar más fácilmente el impacto de una caída en la demanda agregada, ya que las reducciones de la tasa de interés ayudan a disminuir el desempleo y al mismo tiempo aumentan la inflación. El descenso de la tasa de interés tras un aumento de la incertidumbre (ver figura 4) refleja el hecho de que la Reserva Federal históricamente ha intentado compensar el impacto de la incertidumbre con recortes a las tasas de interés de corto plazo.

Los autores argumentan que a través del modelo estimado se puede evaluar la magnitud y duración probable de los efectos macroeconómicos de los picos de incertidumbre actuales asociados con la pandemia del COVID-19. En particular, un “shock” de incertidumbre que impulsa el VIX a un nivel comparable a los observados en enero de 2020, eleva

el desempleo en aproximadamente 1 punto porcentual en alrededor de 12 meses. El mismo choque de incertidumbre reduciría la tasa de inflación en aproximadamente 2 puntos porcentuales en aproximadamente seis meses. A su vez, a través del modelo se predice recortes en la tasa de interés de política monetaria.

**IV. Conclusión**

La pandemia del COVID-19 ha reducido severamente la actividad económica a medida que se han implementado medidas de distanciamiento y reducción de las actividades comerciales. Según el modelo presentado por los autores, se puede esperar que los efectos negativos sean tanto amplificados como alargados, debido a la creciente incertidumbre. Esto es relevante para el contexto guatemalteco debido a la amenaza de una segunda ola de contagios, la cual asola a algunos países de Europa, así como de Norteamérica. Un crecimiento de la incertidumbre, derivado del temor por la aplicación de nuevas medidas de distanciamiento, profundizaría el ya creciente problema del desempleo, así como una caída en la tasa de inflación, como se observó a principios de 2020. El modelo sugiere que el recorte de la tasa de interés de política monetaria puede amortiguar algunos de estos efectos.

**V. Referencia**

Leduc, S., & Liu, Z. (2020). The uncertainty channel of the coronavirus. *Economic Letters*.

Leduc, S., & Liu, Z. (2016). Uncertainty shocks are aggregate demand shocks. *Journal of Monetary Economics*, 82, 20-35.

Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623-685.

**Gráficas**

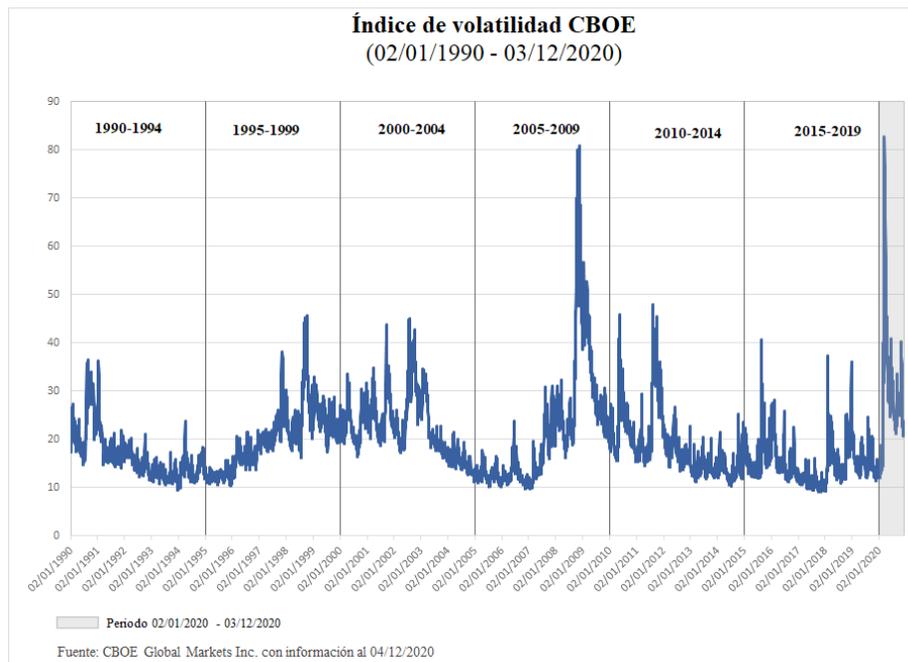


Figura 1: Índice VIX entre enero de 1990 y noviembre de 2020

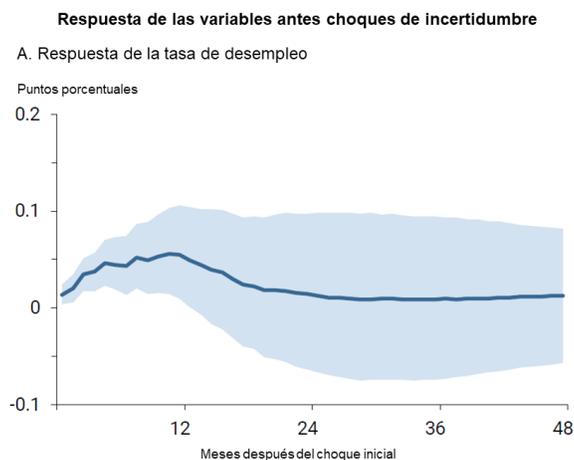


Figura 2: Respuesta de la tasa de desempleo ante choques de incertidumbre  
Fuente: Leduc y Liu 2020

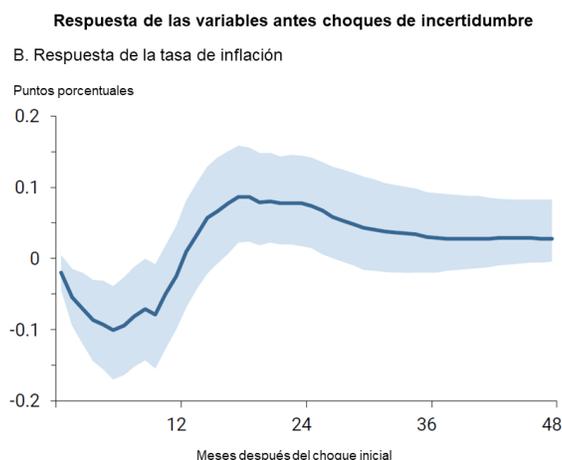


Figura 3: Respuesta de la tasa de inflación ante choques de incertidumbre  
Fuente: Leduc y Liu 2020

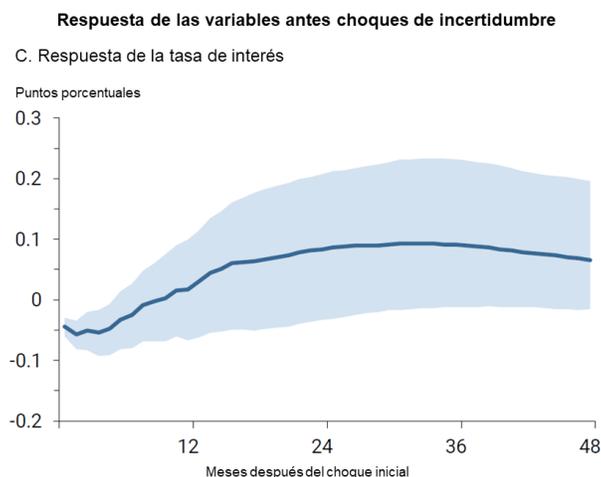


Figura 4: Respuesta de la tasa de interés ante choques de incertidumbre  
Fuente: Leduc y Liu 2020

## 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.

