

CRISIS COVID-19 Y SUS DESAFÍOS

Rosanna Costa¹

Consejera del Banco Central

Agradezco la invitación que me hiciera el Club Monetario a participar en este encuentro. Cuando Sebastián Claro me contactó hace algunos meses atrás, el tema que inmediatamente se me vino a la cabeza fue el rol que ha desempeñado el Banco Central en la crisis provocada por el Covid-19. No solo porque he estado enfocada en esto la mayor parte del tiempo, sino porque se trata de una crisis diferente por su magnitud (la más grande del período de post guerra), su origen (muy distinta a aquellas para las cuales los bancos centrales habían sido diseñados) y particularmente por los objetivos de la política en la primera etapa de hibernación de la actividad, todos elementos que han obligado a pensar en las respuestas de política considerando algunas particularidades.

Por cierto, no pretendo dar un juicio definitivo sobre lo ocurrido. Aunque ya han transcurrido 19 meses desde el inicio de la pandemia, y el exitoso proceso de vacunación nos ha permitido grandes avances, el evento sanitario que la gatilló sigue presente, los niveles de incertidumbre siguen altos, y los daños de la crisis no han sido aun completamente develados.

Pero sí se puede avanzar en una mirada y evaluación preliminar. Para ello, voy a iniciar esta presentación caracterizando la crisis. Luego voy a analizar la lógica detrás de las acciones adoptadas por el Banco Central. En tercer lugar, analizaré en términos agregados el efecto en los hogares, empresas y el gobierno, enfocándome además en las posibles limitantes para superar este episodio. Finalmente, cerraré con algunos elementos y desafíos a tener presente hacia adelante.

1. CARACTERÍSTICAS DE UNA CRISIS NO TRADICIONAL

Esta crisis no ha sido tradicional por al menos tres factores y, por tanto, se la ha abordado tomando en consideración estas particularidades:

1. Su gran magnitud.
2. Su origen exógeno a la economía. No nace de un problema o desbalance económico-financiero previo.
3. Su epicentro: ubicado en el sector productivo.

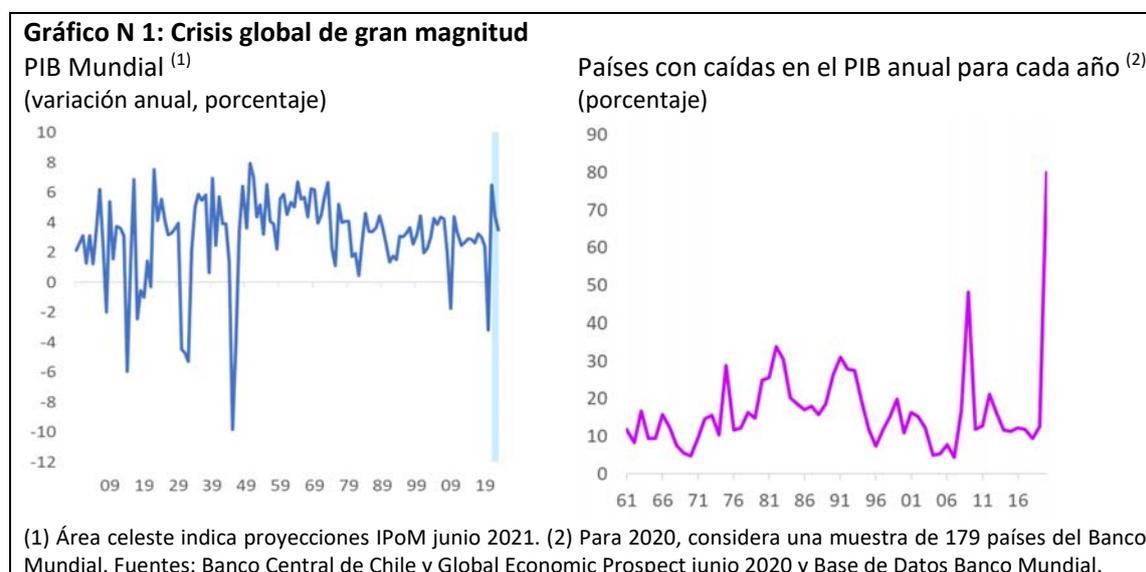
Más allá de estas características especiales, las crisis de gran magnitud generan pánico en los mercados financieros al aumentar notablemente la aversión al riesgo. Esta vez no fue la excepción. Lo que sí sorprendió fue la rápida y muy significativa respuesta de política que se dio a nivel global.

1.1 La mayor crisis de la postguerra

Como señalé anteriormente, se trata de una crisis global, de gran magnitud. No se encuentra una mayor caída en el producto mundial desde el período de postguerra mundial, con cerca del 80% de

¹ Agradezco el muy eficiente apoyo de Erika Arraño, una gran colaboradora, de Juan Francisco Martínez y de Ivette Fernández, así como los comentarios realizados por Alberto Naudon. Los contenidos de esta presentación son en todo caso de mi responsabilidad y en nada comprometen al Consejo o al Banco Central.

los países que vieron caer su PIB en el año 2020. Se trata también de una crisis con rápida respuesta desde la oferta cada vez que se liberaron parcialmente las restricciones a la actividad y el consumo.



1.2.- Un origen poco tradicional

Esta crisis no fue generada por algún desbalance macro-financiero. No había una excesiva acumulación de deuda que hiciera insostenible el ritmo de crecimiento, ni desalineamientos del tipo de cambio que entregase señales de precios erróneas, ni burbujas en algún mercado financiero. Tampoco se observaban problemas en la hoja de balance de las empresas ni de los bancos (gráfico 2).

La economía mundial crecía y Chile había vuelto a retomar el crecimiento en 2018. Se planteaban algunas dudas sobre los efectos de las prolongadas políticas expansivas de economías avanzadas sobre los mercados financieros; se estudiaba y discutía la forma de la Curva de Phillips y la capacidad para medir las holguras de capital tras años de inflación baja. Las tasas de interés mostraban una tendencia decreciente sistemática, acotando los espacios para la política monetaria. Pero nada de eso gatilló la crisis.

Por el contrario, apareció un virus muy contagioso y potencialmente mortal y, para evitar un colapso en los sistemas de salud era necesario evitar el contacto social, y en consecuencia frenar la actividad, lo que inevitablemente generaría una recesión. El principal problema de manejo macro no era evitar la recesión o acortarla, sino mitigar sus efectos. Se trataba de construir un puente entre el período pre con el post pandemia, de manera que los agentes pudieran transitar de uno a otro sufriendo el menor daño posible, y que la recuperación post pandemia (en la que estamos inmersos hoy) fuera lo más robusta posible. Es decir, como mencionó Paul Krugman, las políticas convencionales y no convencionales de estímulo a la demanda en su concepción tradicional no eran lo central².

² Ver Krugman (2020).

1.4.- Como en cualquier crisis, se produce la carrera por activos seguros y líquidos.

La elevada incertidumbre, en ésta como en otras crisis, conllevó al pánico de los mercados financieros, conduciendo a una acelerada búsqueda de instrumentos muy líquidos y de monedas refugio como el dólar, afectando el funcionamiento de los mercados. En el periodo marzo-abril de 2020 esto se expresó en masivas ventas de activos más riesgosos.

En Chile, los mercados se venían estabilizando después de una fuerte reacción ante la violencia que se expresó en medio de la crisis social de 2019, lo que incrementó significativamente la demanda por liquidez en pesos y en dólares. El tipo de cambio experimentó episodios de extrema volatilidad intradía, una importante depreciación, los spreads se elevaron y la bolsa cayó significativamente en relación con sus pares. Ante eso, el Banco dispuso los canales para proveer la liquidez en moneda local y extranjera, e incluso realizó una intervención cambiaria³. A marzo de 2020, los precios sugerían un mayor nivel de riesgo en relación con la situación previa.

Tabla N°1. Evolución de variables financieras								
	Tasas benchmark 10 años		EMBI			Tipo de Cambio (1)		
	USA	Chile	Global	AL	Chile	Prom. (2) Commodities	Prom. (3) A. Latina	Chile
sept.19	1,69	2,94	345,59	494,35	131,40	100,00	100,00	100,00
oct.19	1,70	3,34	335,40	460,32	136,18	100,23	100,39	100,36
nov.19	1,82	3,30	318,36	427,58	146,11	108,41	107,57	108,09
dic.19	1,86	3,30	290,88	369,10	142,71	108,92	107,67	107,23
ene.20	1,76	3,49	286,81	359,00	143,29	109,75	108,82	107,54
feb.20	1,51	3,41	298,40	371,05	147,16	110,33	109,78	110,85
mar.20	0,88	3,05	350,76	345,18	287,32	109,84	103,79	116,83
Δ sept/mar	-0,18	0,47	-47,19	-123,30	155,92	9,8%	3,8%	16,8%

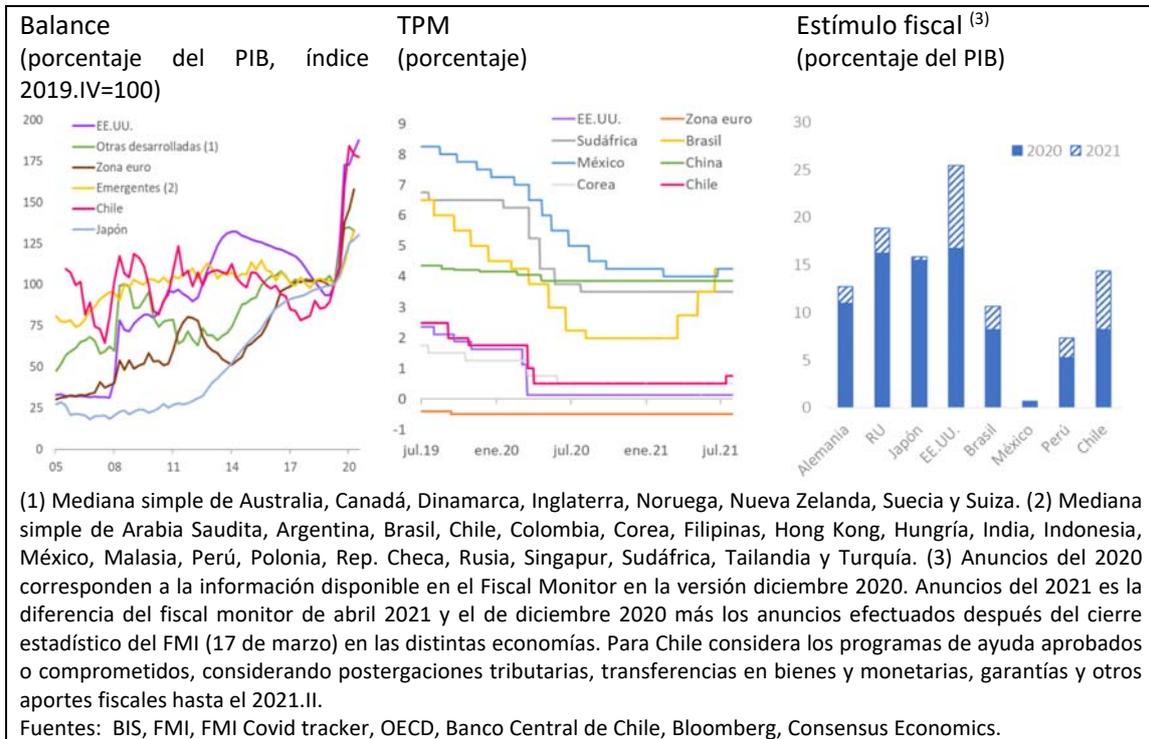
(1) Índice septiembre 2019=100. (2) Promedio Canadá, Australia y Nueva Zelanda. (3) Promedio Perú, México, Colombia, Brasil, Uruguay.
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

1.5 Una respuesta intensa y oportuna a nivel internacional

A nivel global, la reacción de política fue muy intensa y rápida. Las tasas de política monetaria bajaron prontamente, los balances de los bancos centrales crecieron considerablemente, reflejando el uso intenso de políticas monetaria tradicional y menos convencional y también los estímulos fiscales. Si bien la mayor respuesta se observó en las economías avanzadas, con superior capacidad para implementarlas, su favorable desempeño ha tenido efectos más globales. El gráfico 3 refleja la intensidad de las políticas en diferentes países, incluido Chile.

³ El Banco ofreció operaciones repo, swaps en moneda extranjera, recompra de títulos propios (permitiendo llevar liquidez a otros agentes no bancarios que funcionaban con menor fluidez). El dólar fue uno de los instrumentos sobre el cual se volcó la demanda, provocando una extremadamente alta volatilidad intradía. Entonces se decidió una venta de divisas spot y forward, por un total de MMUS\$20.000, distribuidos en partes iguales entre los mercados, de los cerca de MMUS\$38.000 de reservas internacionales disponibles en ese momento.

Gráfico N°3: Respuesta de Política Monetaria a nivel global



2.- EL BANCO CENTRAL DE CARA A LA CRISIS COVID-19

En marzo de 2020, se instaló la pandemia del Covid-19 en nuestro país, desencadenando nuevamente la búsqueda de refugio en activos seguros y líquidos. En este contexto, la preocupación temprana estuvo orientada a controlar el pánico en los mercados, luego en atenuar las cicatrices y más adelante estimular la recuperación.

Con urgencia se requería atender las disrupciones que generaba la aversión al riesgo, satisfaciendo la demanda por liquidez en moneda local y en dólares. Con este objeto, se fortalecieron los instrumentos disponibles desde fines del año previo (2019), como la recompra de papeles, repos, Fx swaps y, se extendió la vigencia de la opción de compra de dólares⁴.

Prontamente también se redujo la tasa de política monetaria en 125 pb, en dos reuniones consecutivas durante marzo, la primera de ellas de carácter extraordinario, llevando la TPM a 0,5% en abril de 2020, nivel considerado su piso técnico.

Sin embargo, el desafío iba más allá. Era necesario una segunda capa de acciones, en parte para estimular la demanda —ciertamente afectada más allá de la contracción de la oferta—, con énfasis en lograr la fluidez del crédito y la estabilidad financiera. Para ello se consideraron otras dos medidas. La primera de ellas fue la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), que otorgó créditos por US\$ 40.000 millones, y la segunda, una compra de bonos bancarios por US\$ 8.000 millones, que identificó dos etapas. Hubo un tercer instrumento, la Compra de Activos con Venta Simultánea (CCVP), que se activó para moderar los efectos de los retiros masivos de ahorros previsionales.

a) Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones.

Ante una crisis que se instaló en las firmas, se buscaba reducir el impacto a través del canal del crédito, para lo cual se contaba con un sistema bancario en buenas condiciones, aunque enfrentando un aumento del riesgo de crédito asociado a la paralización de actividades. Para ello se pensó en una línea de préstamo a mayor plazo que redujera el riesgo de plazo, condicionado a que las colocaciones aumentaran y con incentivos si éstas se asignaban a una cartera objetivo.

De esta forma, se definió una línea con vencimiento en el primer semestre de 2024, a tasa fija, actuando así sobre el riesgo propio de los descalces de plazo entre activos y pasivos, pero sin rigidizar la tasa de política monetaria hacia adelante. El monto de la línea de crédito por banco se condicionó al traspaso efectivo de dinero en forma de préstamos a la cartera objetivo, que se fue ajustando en las sucesivas versiones.

Los incentivos iniciales se enfocaron en el crédito de consumo y el destinado a PYMES con ventas inferiores a 100.000 UF, logrando impacto solo en el crédito comercial. En las siguientes versiones se complementó con las garantías de crédito FOGAPE para empresas con ventas pre-pandemia inferiores a 1.000.000 de UFs.

⁴ Estos instrumentos se mantuvieron sin embargo inactivos hasta que venció su plazo.

Descripción de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones.

En marzo de 2020, se implementó la FCIC como instrumento, consistente en una línea de crédito a los bancos por un período inicial de 4 años a una tasa fija, que sería igual a la tasa de política al momento de contraer el crédito, a menos que la tasa de instancia se redujera. Luego, esa tasa se mantendría hasta que la línea expirara. Como la tasa de política bajó tempranamente a 0,5%, estos créditos se otorgaron mayormente a esta última tasa.

La primera FCIC se abrió por 24.000 millones de dólares, cifra que se estimó preliminarmente como la demanda potencial de crédito, considerando las estimaciones del déficit operacional de las empresas consecuencia de la caída de las ventas para el segmento prioritario⁵. Los bancos podrían acceder a una línea de hasta un 15% de su cartera base⁶, de la cual un 3% fue de libre acceso. Esto último buscaba atender la demanda inicial, mientras que para acceder al monto restante se requería mostrar un incremento del stock de crédito de consumo y comercial respecto de la mencionada cartera base, con incentivos si el crédito comercial se otorgaba a empresas con ventas inferiores a 100.000 UF anuales.

La FCIC además, podía ser colateralizada en una parte con el encaje, por hasta un límite que se estableció en función del encaje promedio en moneda nacional, a través de la activación de la Línea de Crédito de Liquidez (LCL). La diferencia requería de otros colaterales.

El acceso a la línea fue por un máximo de 6 meses, transcurridos los cuales se usó un 95% del monto ofrecido.

En junio de 2020, el gobierno dispuso de US\$ 3.000 millones en un fondo de garantías FOGAPE-Covid-19, para créditos a empresas con ventas inferiores a un millón de unidades de fomento al año, que permitiría garantizar hasta US\$ 24.000 millones en créditos. Solo se consideraban créditos nuevos y para capital de trabajo, y cubría entre 60 a 85% del monto solicitado, según el tamaño de la empresa, con un deducible.

En julio, y dada la prolongación de la emergencia sanitaria, el Banco Central dispuso una nueva facilidad de financiamiento, la FCIC 2, accesible durante ocho meses por hasta US\$16.000 millones. El incremento del crédito venía mostrando un ritmo compatible con los montos definidos para la nueva Facilidad de Crédito por parte del Banco Central. Esta vez se agregó una condición de acceso asociada al aumento del stock de crédito, que fue adicional a la cláusula que definía el monto máximo para cada institución. Cada banco que satisficiera la condición de acceso podía optar a un monto de línea que se calculaba en función del incremento del flujo de préstamos comerciales con garantías FOGAPE-Covid, o préstamos a otras instituciones de crédito no bancaria. De esta segunda facilidad se usó un 30% de los fondos dispuestos.

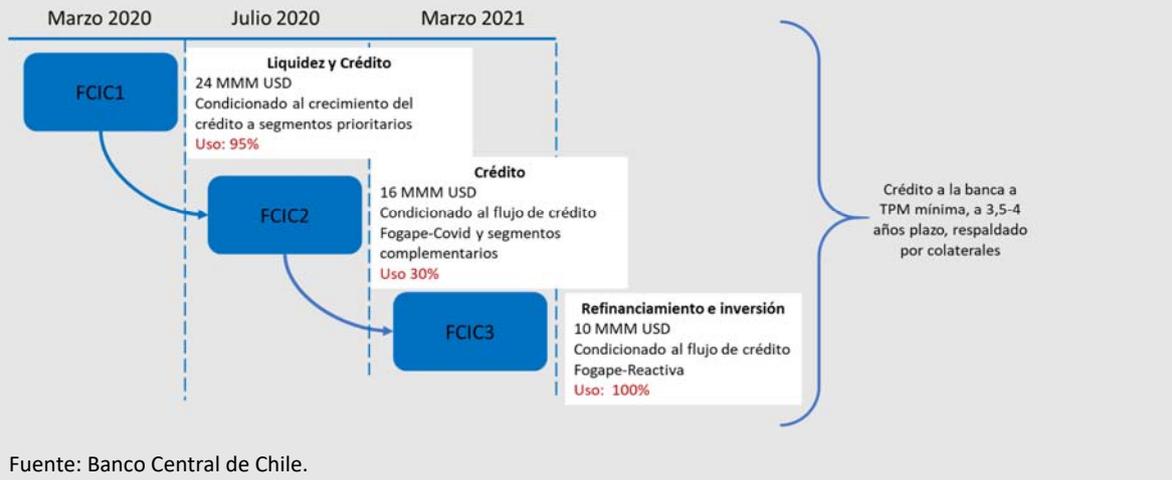
Hacia marzo de 2021 se abrió la FCIC 3, por un monto total de US\$ 10.000 millones, cifra similar a la que no se alcanzó a utilizar en la anterior. La FCIC 3 fue complementada con las nuevas garantías FOGAPE-Reactiva, creadas por el gobierno también durante marzo. A diferencia de la anterior, estas garantías incorporaron requerimientos de inversión para reanudar o ampliar la capacidad

⁵ Esta estimación se ajustará más adelante para empresas con ventas anuales inferiores a un millón de unidades de fomento, en base a microdatos. Ver Albagli, Fernández, Luttini (2020).

⁶ Se definió una cartera base igual al stock de colocaciones de consumo y comerciales al cierre de febrero de 2020.

productiva, junto con reconocer una creciente necesidad de reprogramaciones, respondiendo así a las necesidades más propias de una etapa más cercana de reactivación. En la misma línea, las garantías que originalmente se extendían por hasta 4 años, en la nueva versión lo hicieron por 7 años⁷ (gráfico 4).

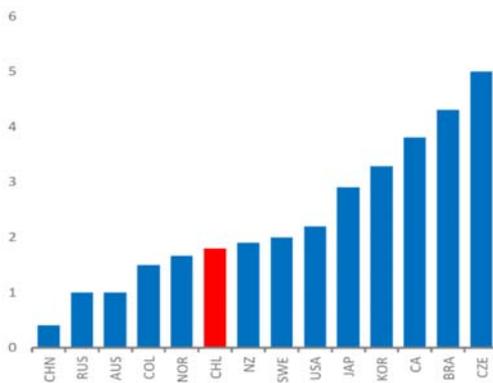
Gráfico 4: Evolución de la FCIC



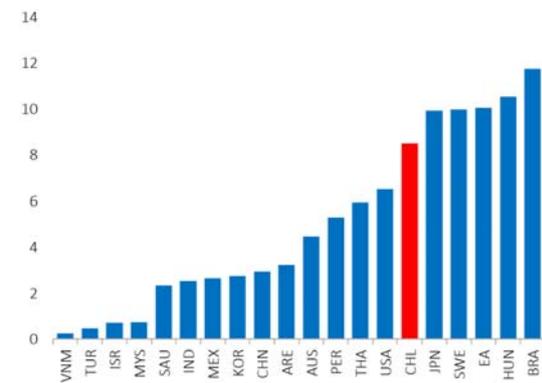
A nivel internacional, esta combinación de garantías de crédito gubernamentales con facilidades de crédito desde los bancos centrales se usó ampliamente. El gráfico 5 muestra comparativamente el esfuerzo en facilidades de crédito realizado desde los bancos centrales y los montos involucrados en garantías estatales.

Gráfico N°5: Uso de las garantías de gobiernos y las facilidades crediticias de los bancos centrales

Garantías de Gobierno ^{(1) (2)}
(porcentaje del PIB)



Facilidades de crédito de bancos centrales al sector bancario
(marzo-diciembre 2020; porcentaje del PIB)



(1) En el caso de Colombia se utiliza información del Fondo Nacional de Garantías. (2) Datos a abril de 2021 y PIB a diciembre del 2020.

Fuentes: Administrador del programa FOGAPE, BIS, Fiscal Monitor, FMI y Fondo Nacional de Garantías de Colombia.

⁷ Ver Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2021.

b) Compra de Activos

Tempranamente también se inició un programa de compra de bonos bancarios. Como se sabe, el Banco Central opera directamente a través de los bancos, pero en circunstancias extremas pueden producirse disrupciones y la liquidez no traspasarse a todos los segmentos del mercado financiero, generando incrementos de spreads que reflejan las condiciones de estrechez, en un contexto de escasas transacciones⁸.

Con el tiempo este mecanismo fue mutando en su diseño y objetivo, transformándose en su etapa final en lo que se identifica mejor con una “flexibilidad cuantitativa” (QE)⁹.

c) Compra de Activos con Venta Simultánea (CCVP)

En medio de la crisis, se aprobaron tres retiros excepcionales “*por única vez*” del 10% de los Fondos Previsionales, por montos potenciales en torno a US\$ 19.000 millones aproximadamente, los dos primeros, y US\$ 16.000 millones el tercero. Si bien se esperaba una venta importante de cartera en el extranjero, la incidencia de las ventas en el mercado local, en un plazo acotado y en medio de una crisis, era un riesgo importante. Bajo estas circunstancias, el Banco Central dispuso un programa adicional de compra de activos (bonos bancarios) por hasta US\$10.000 millones, con un contrato simultáneo de venta en un plazo de uno a tres meses al mismo precio, considerando la tasa de interés más un spread. La idea era ofrecer un mayor plazo para acomodar la liquidación de cartera de los fondos de pensiones, y disponer de la liquidez necesaria para el pago de los retiros en las fechas estipuladas. Se trató así de un programa preventivo¹⁰.

En su conjunto, las operaciones realizadas incrementaron el balance del Banco Central desde cerca de un 15% del PIB a fines de 2019 a valores sobre el 30% en junio de 2021. No todas las inyecciones de liquidez tuvieron como contraparte un aumento de la base monetaria. Aproximadamente, la mitad se drenó a través de la venta de PDBC a plazos muy cortos (gráfico 6).

⁸ En marzo de 2020 comenzó la compra de instrumentos, con US\$ 4.000 millones, ampliándose más tarde hasta US\$ 8.000 millones, de los cuales finalmente se compró poco menos de la mitad.

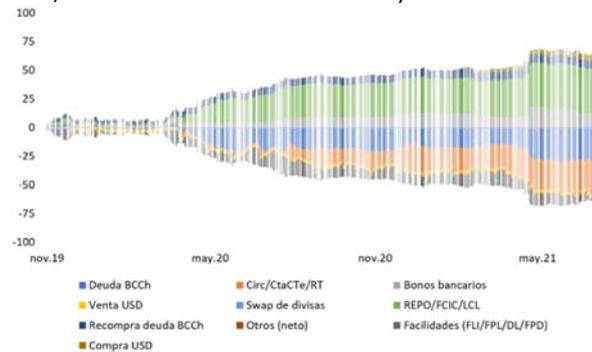
⁹ En junio de 2020 se anunció la compra por hasta US\$ 8.000 millones de activos, incluyendo bonos bancarios y de papeles propios, a precio de mercado. En estas nuevas condiciones, el uso del instrumento alcanzó a poco más del 50% del programa.

¹⁰ Esta medida se complementó con la compra directa por ventanilla de depósitos bancarios, por un monto total de hasta US\$8.000 millones. Para más detalles ver <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/medidas-excepcionales>.

Gráfico N° 6: Instrumentos utilizados por el Banco Central (*)

(saldos a fines de cada mes, millones de dólares, miles de millones de dólares)

Partidas	Acumulado 14/11/19-20/07/2021
Inyección de liquidez	62.728
REPO/FCIC/LCL	38.402
Compra USD	5.409
Recompra deuda BCCh	7.052
Bonos bancarios	11.866
Otros	-1.359
Otros (neto)	-1.359
Contracción de liquidez	-41.111
Swap de divisas	0
Venta USD	-2.513
Facilidades (FLI/FPL/DL/FPD)	-6.023
Deuda BCCh	-32.575
Base monetaria	-20.258
Circ/CtaCte/RT	-20.258



(*) Los números positivos/negativos reflejan inyección/drene de liquidez. Las transacciones se transforman a dólares utilizando el tipo de cambio observado del día de publicación.

Fuente: Banco Central de Chile.

Recuadro: Caso de Medidas Preventivas

El Banco Central asumió el desafío de prevenir y contar con instrumentos para hacer frente a la situación. En este caso, se identificaron medidas preventivas en dos dimensiones: la recalibración de las reservas internacionales y disponer de más instrumentos en casos de riesgo de estabilidad financiera.

En el primer caso, tras la intervención de fines de 2019 por US\$ 20.000 millones, de los cuales finalmente se usaron US\$ 2.500 millones, y enfrentados a escenarios de crisis, surgieron medidas precautorias y transitorias, en la línea de prepararse para lo peor y esperar lo mejor. Se consideró que la sola señal de contar con reservas y líneas de acceso adicionales era por sí solo un seguro que estabilizaba a los mercados. Al efecto, se accedió a la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI, por cerca de US\$ 24.000 millones, por un plazo de 2 años. Para preparar adecuadamente su cierre en la fecha definida, se actualizó la estimación del nivel óptimo de reservas internacionales, considerando un objetivo igual al 18% del PIB. Para ello era necesario comprar US\$ 12.000 millones en 15 meses —plazo que se coordinó adecuadamente con el vencimiento de la línea de crédito FCL—, en montos diarios iguales, de modo de no afectar los desarrollos del mercado cambiario¹¹.

Por el lado de los instrumentos, se autorizó al Banco Central¹², en casos excepcionales y transitorios, la facultad de adquirir papeles fiscales en el mercado secundario abierto, siempre manteniendo la prohibición de financiamiento al fisco como premisa general. La decisión debe ser fundada en la necesidad de preservar el normal funcionamiento de los pagos internos, a la cual deben concurrir con su voto favorable al menos cuatro Consejeros.

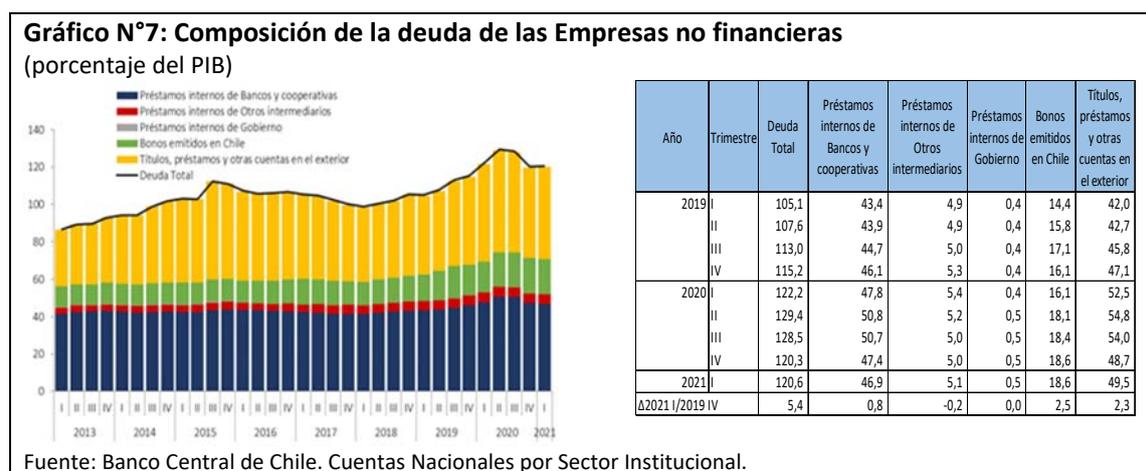
¹¹ Otras medidas preventivas fueron la participación en el programa Temporary Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility que la Fed abrió en marzo de 2020, con el cual se podrían financiar líneas swaps vía acuerdos temporales de recompra de sus títulos a cambio de dólares americanos. A fines de julio de 2021, la FED informó que este programa sea de carácter permanente. En el mismo sentido, se amplió la línea swap con el Banco Central de la República Popular de China en remimbi hasta US\$ 7.000 millones y su uso desde las comerciales a las de estabilidad financiera.

¹² <https://www.hacienda.cl/noticias-y-eventos/noticias/congreso-aprueba-proyectos-que-facultan-al-banco-central-de-chile-para-comprar>.

3.- EVOLUCION DEL CRÉDITO

Dada la importancia que se dio al rol del crédito, es interesante explorar lo que pasó con el endeudamiento del sector de empresas no financieras, con un foco en el bancario comercial.

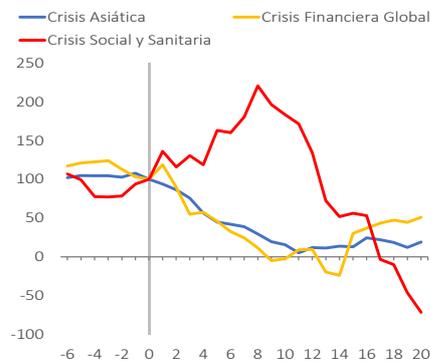
La deuda de las empresas en este período creció, con una cima en el segundo trimestre de 2020, para luego estabilizarse previo a retroceder. Ésta alcanzó un 120,6% del PIB hacia el primer trimestre de 2021, donde cerca del 40% de ella correspondía a deuda con la banca local (equivalente a un 47% del PIB). Mientras el endeudamiento bancario retrocedió a niveles precrisis, aquel con bonistas locales y con el exterior se mantuvo más elevado, en parte atribuible a revalorizaciones (gráfico 7).



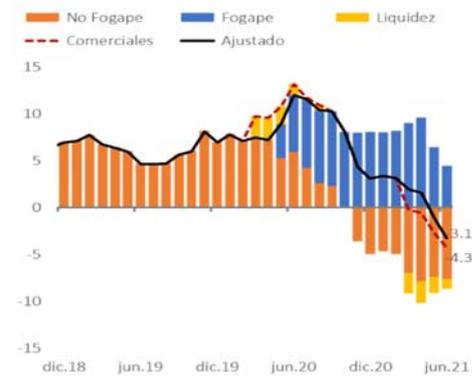
Esta evolución contra-cíclica del crédito en esta crisis contrastó con la observada en las crisis Asiática y Financiera Global, y ha facilitado sobrellevar los impactos de la pandemia (gráfico 8a). Entre las firmas que aumentaron su endeudamiento bancario, se visualizan dos grupos, con patrones diferentes. En el primero están las firmas más grandes, que reportan a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y con financiamiento preferentemente local. Éstas se endeudaron previo o muy recién iniciada la crisis y mayoritariamente para mantener mayor liquidez, para posteriormente reducir las líneas en los trimestres siguientes (gráfico 8 b). El segundo grupo, corresponde a firmas medianas y pequeñas que en su gran mayoría no reportan estados financieros a la citada comisión, incluyendo a las que podían acceder a las garantías FOGAPE. En este caso, se observó que el crédito creció en la medida que caían los ingresos operacionales. Así, pese a que en el agregado no se vieron grandes aumentos del endeudamiento, hay un efecto composición, concentrándolo precisamente donde se puso el foco de las políticas crediticias.

Gráfico N°8: Comportamiento contra cíclico del crédito comercial con foco en el crédito con garantías FOGAPE.

Comparación del crecimiento anual de la cartera comercial (*) (índice, t=0: 100; actualizado a junio 2021)



Colocaciones comerciales (variación real anual, porcentaje, miles de millones de pesos)



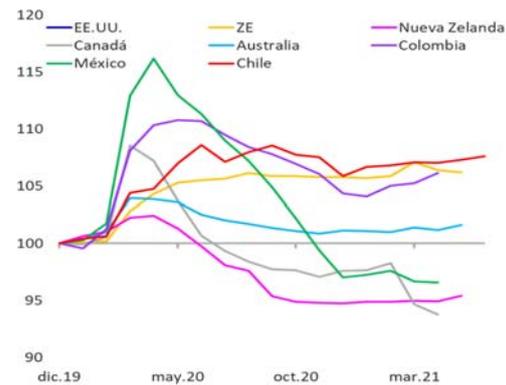
(*) El periodo t=0 corresponde a jul.98 para la Crisis Asiática, sep.08 para la Crisis Financiera Global y oct.19 para la Crisis Social y Sanitaria.

Fuente: Banco Central de Chile y Comisión para el Mercado Financiero.

En otros países, el crédito bancario presentó un comportamiento similar, con un incremento mayor al inicio de la crisis y una tendencia a estabilizarse, o en algunos casos a caer posteriormente en términos de niveles (gráfico 9a). Con todo, las comparaciones entre regiones y economías deben considerar las diferencias en las combinaciones de política e intensidad de las cuarentenas, aunque según antecedentes del BIS, los datos sugieren que en países donde los gobiernos entregaron garantías de crédito, éste creció más rápido¹³ (gráfico 9b).

Gráfico N°9: El crédito crece globalmente y más rápido en países que entregaron garantías de crédito

Crédito bancario (Índice diciembre 2019=100)



Expansión del crédito con garantía estatal (*) (porcentaje)

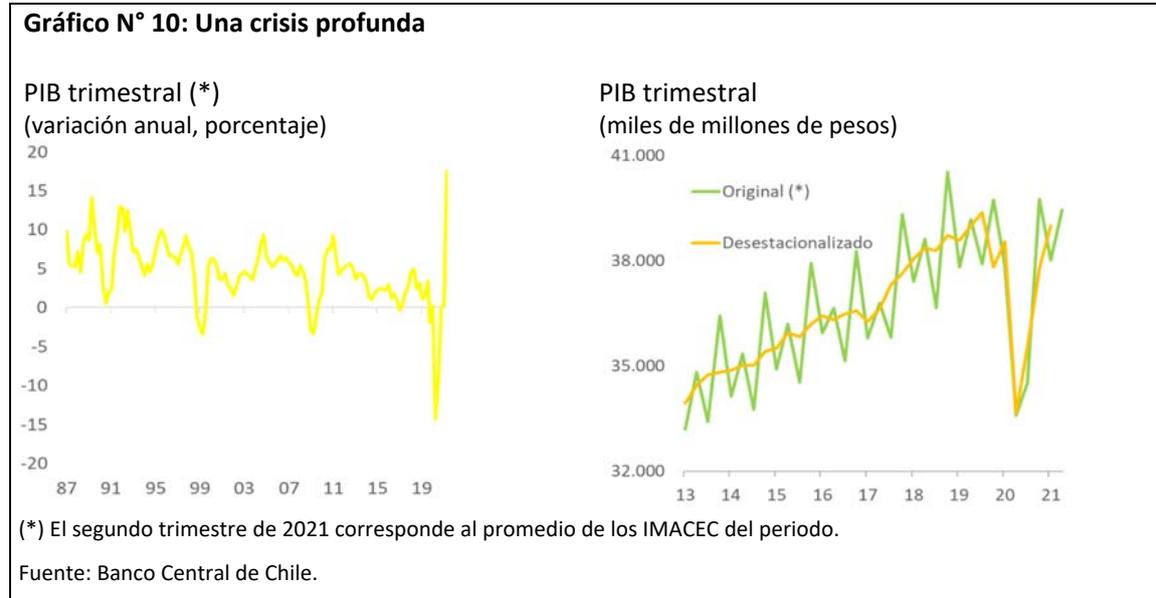


(*) Variación promedio anual del total de préstamos de 112 bancos de 29 jurisdicciones. "Garantizados" se refiere a los créditos de los países en que los gobiernos han proporcionado garantías. "Sin garantías" corresponde a los otros países. Fuente: Banco Central de Chile, BIS y Bloomberg.

¹³ El BIS destaca el rol de las garantías fiscales en esta crisis. Ver BIS Annual Economic Report 2021, capítulo 1.

4.- MIRANDO HACIA ADELANTE

Esta crisis ha sido profunda y con una rápida recuperación, en buena parte, por las medidas de apoyo desde una política monetaria, crediticia, financiera y fiscal sin precedentes y por una alta capacidad de adaptación (gráfico 10). A lo último han contribuido tanto la pronta disponibilidad de vacunas, como la evolución de las medidas sanitarias y la adaptación de las firmas.



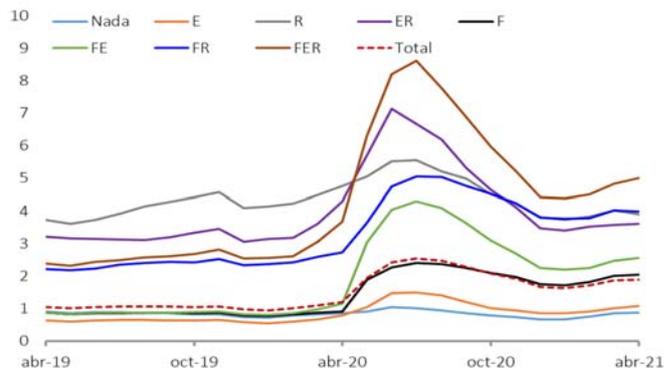
No obstante, una crisis tan intensa dejará huellas en los hogares y en las empresas, y un análisis prospectivo necesita aquilatar mejor el nivel de cicatrices y de cambios estructurales que pudieran haber instalado estos meses de pandemia, los cuales se irán manifestando en la medida que el ciclo avance. En lo que viene se describirán algunas tendencias agregadas.

a) Potenciales Efectos en las Firmas

En la sección previa, de pre-evaluación del comportamiento del crédito, se identificaron firmas de mayor tamaño, que se endeudaron transitoriamente para mantener caja, y aquellas con acceso a garantías FOGAPE, donde el crédito respondió a la caída de los ingresos operacionales, durante gran parte de la pandemia. Al analizar las empresas con financiamiento bancario, se observa una estabilización de la razón deuda a ventas en lo más reciente, explicada en buena medida por la significativa recuperación de las ventas. Ahora, al agruparlas según el acceso a los tres principales programas de apoyo, vale decir FOGAPE COVID (F), programas de empleo (E) y reprogramaciones de crédito (R), aquellas con acceso a FOGAPE, son las que experimentan el mayor incremento en su razón deuda a ventas, la que cae hacia adelante, aunque se mantiene por sobre las demás empresas (gráfico 11).

Gráfico N°11:

Mediana de la razón deuda sobre ventas mensuales (*)
(veces, promedio móvil trimestral para ventas)



Participación sobre el total de empresas con deuda bancaria (*)

	N	Deuda
Nada	37%	53%
E	8%	6%
R	3%	14%
ER	1%	6%
F	30%	8%
FE	15%	6%
FR	4%	4%
FER	2%	4%

(*) E: ley de protección del empleo; R: reprogramación de crédito comercial bancario; F: crédito FOGAPE Covid; Nada: sin uso de ninguna de las tres políticas anteriores; FER: uso de las tres políticas; ER: ley de protección del empleo y reprogramación; FE: FOGAPE Covid y ley de protección del empleo; FR: FOGAPE Covid y reprogramación.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF, Dirección del Trabajo, Min. De Hacienda y SII.

Esto sugiere que, a nivel agregado, las cicatrices serían menores a las esperadas, consistente con la recuperación mostrada por la oferta. No obstante, hay segmentos en que la carga financiera puede llegar a ser una limitante para nuevas inversiones o bien puede afectar su solvencia, mientras en otros casos el crédito fue más esquivo. En todos ellos, la recuperación de las ventas resulta fundamental para que puedan enfrentar su carga financiera y, si bien los indicadores de impago mayores a 90 días se mantienen acotados, habrá algunas empresas que enfrenten mayores dificultades para salir adelante y más aún para realizar nuevas inversiones o incrementar su capital de trabajo.

Con todo, un diagnóstico más completo requiere aún más evidencia a partir de microdatos, aunque el Banco Central ha profundizado bastante en ello¹⁴. Hacia adelante, la incertidumbre política institucional local puede ser otro factor que, sumado a las condiciones basales de las firmas, lleve a postergar algunas decisiones de inversión. Estos, sin embargo, son factores más complejos de modelar y anticipar.

b) Situación de los Hogares

Usando las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI), el ingreso disponible ajustado¹⁵ de los hogares cayó un 9,3% nominal en el segundo trimestre de 2020 en relación con el mismo período del año previo; un 3,1% en el tercer trimestre y luego creció en el cuarto. En esta recuperación incidieron las transferencias, como los ingresos familiares de emergencia, que seguirán creciendo considerablemente en los trimestres posteriores¹⁶, así como también las prestaciones sociales netas (excluyendo los retiros previsionales excepcionales), donde se incluyen beneficios asociados a los fondos de pensiones y cesantía.

¹⁴ Ver Albagli, Fernández, Luttini (2020); Fernández y Vásquez (2020) y Córdova y Toledo (2020).

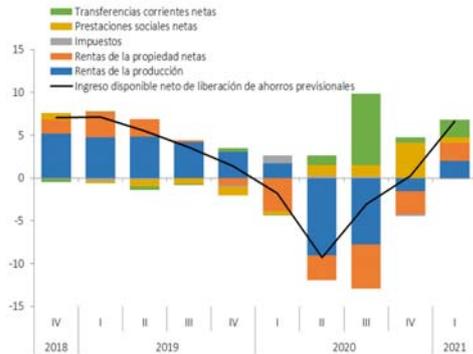
¹⁵ El ajuste excluye el retiro de ahorros previsionales que por su naturaleza no corresponde a un ingreso sino a una reducción de activos.

¹⁶ Entre las transferencias se cuenta el bono de emergencia Covid, Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y el IFE universal, los bonos de Clase Media, bonos a transportistas, ingreso mínimo garantizado, entre otros.

Adicionalmente, se realizaron tres retiros de ahorros previsionales equivalentes a un 6,4%; 4,4% y 1,5% del producto, en el tercero y cuarto trimestre de 2020 y primero de 2021, respectivamente, según las mismas CNSI (gráfico 12).

Gráfico N° 12: Ingreso Disponible de los Hogares

Composición del ingreso disponible de los Hogares (variación anual, porcentaje)



Ingreso disponible de los Hogares (*) (miles de millones de pesos)

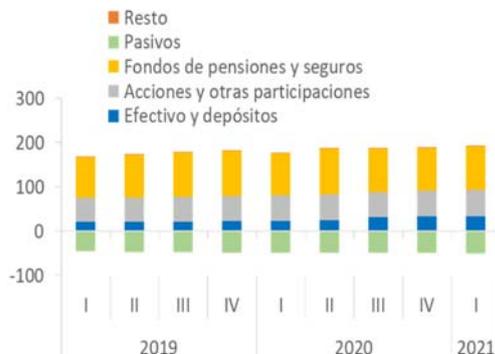


Nota: Se define como ingreso disponible ajustado el ingreso disponible neto de los retiros previsionales excepcionales por ser un desahorro. En ingreso disponible bruto, en el gráfico de la derecha incluye en cambio este efecto sobre la liquidez de los hogares. (*) La línea punteada corresponde a la línea de tendencia del ingreso disponible neto. Fuente: Banco Central de Chile.

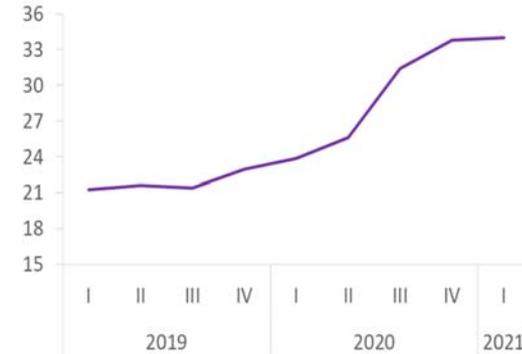
Estos recursos afectaron negativamente los activos netos de largo plazo de los hogares. Una parte se destinó a consumo, otra parte se mantiene en efectivo y depósitos y una tercera, de menor tamaño, al pago de deudas. En efecto, los saldos mantenidos en efectivo y depósitos (vista y a plazo)¹⁷ como porcentaje del PIB al primer trimestre de 2021 aumentaron 9,4 puntos porcentuales respecto del primer trimestre de 2020 (gráfico 13).

Gráfico N° 13: Activos netos de los Hogares

Activos netos de los Hogares (porcentaje del PIB)



Efectivo y depósitos de los Hogares (porcentaje de PIB)

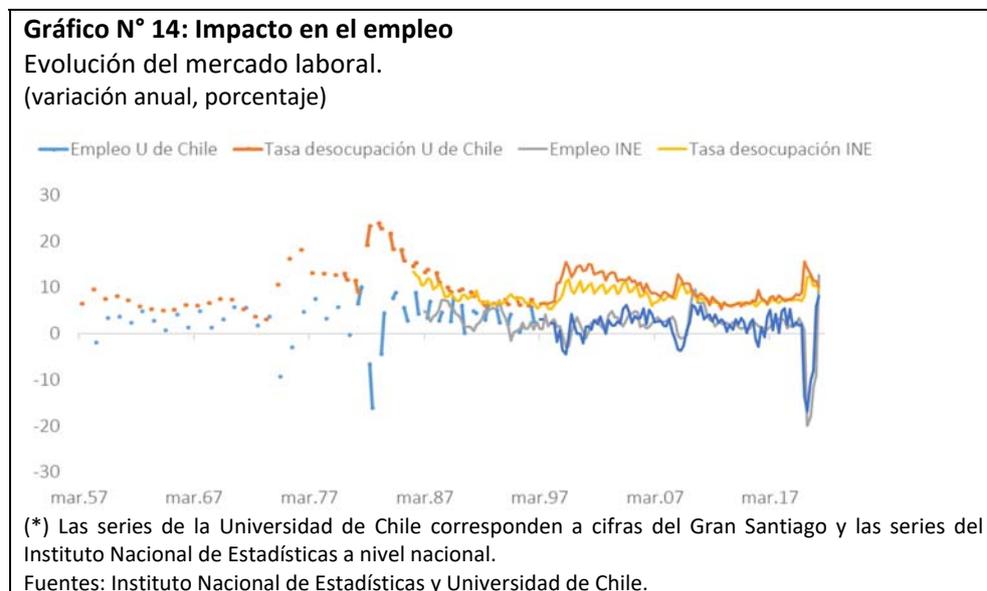


Fuente: Banco Central de Chile.

¹⁷ Los saldos vista crecieron entre septiembre de 2019 y febrero 2021 cerca de un 20% del PIB, mientras los depósitos plazo se contraen en torno a 6% del PIB. Ver recuadro 1.1: “Evolución de la Liquidez en el Contexto de la Pandemia” en Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2021.

En estas cifras se reflejan los importantes estímulos a la demanda que se instalaron sobre un proceso de reapertura y de recuperación de la economía en marcha, que explican buena parte de las mejores perspectivas de crecimiento del PIB para este año, a la vez que una revisión a la baja en los años siguientes en la medida que los estímulos se diluyen.

Hacia delante, la situación de los hogares descansará crecientemente en la recuperación del mercado laboral, el cual experimentó un shock de una magnitud no observada en décadas. Este nos ofrece señales mixtas, registrando tasas de desempleo en torno al 9,5% a junio de 2021, evidenciando holguras, pero con evidentes restricciones de oferta, ya sea por la falta de provisión de servicios —que apoyan la participación laboral de la mujer—, como por el temor al contagio, o el propio efecto de las transferencias monetarias, que precisamente buscaban incentivar una menor movilidad. En mayor plazo, tales restricciones deberían normalizarse y predominarán los cambios más estructurales, que combinan ventajas del avance tecnológico y el teletrabajo con los consecuentes costos de ajustes y capacitación (gráfico 14).



5.- LOS DESAFÍOS

La recuperación que ha experimentado la economía a la fecha ha sorprendido positiva y sistemáticamente, porque ha sido rápida y generalizada en tanto las restricciones se van liberando. Ello sugiere que se logró acotar el daño de modo de facilitar el paso a la post pandemia, fruto de un conjunto de políticas de índole monetaria, financiera, crediticia y fiscal.

El motor de esta reactivación ha sido el consumo, que ha recibido un impulso adicional desde los aportes fiscales y los retiros de ahorros previsionales. De ellos, una proporción significativa se mantiene en efectivo y depósitos de hogares. Una parte de esos recursos se destinará a consumo a una velocidad que puede ser mayor si ceden los temores a la pandemia, o viceversa. Hacia adelante, pesará crecientemente la recuperación del mercado laboral, aún con alto desempleo, que ha exhibido una mayor recuperación del empleo asalariado, y evidencia cualitativa de dificultades para reclutar trabajadores no calificados.

La inversión también muestra algunas señales positivas, especialmente del componente importaciones de maquinaria y equipo, seguido de una reactivación parcial de construcción y obras. No obstante, existen dudas sobre su persistencia, tanto por el freno que pueda significar el endeudamiento en algunas firmas, como por la incertidumbre que aparece en las encuestas de percepción (IPN), más allá de aquellos proyectos grandes en etapas más avanzadas.

Estos desarrollos, más nuevos y significativos impulsos sobre la demanda, están detrás de las mejores proyecciones de crecimiento para el presente año. La positiva evolución de la economía externa, particularmente de nuestros principales socios comerciales, y condiciones financieras aún favorables ofrecen un marco adecuado.

La rápida recuperación de la demanda convive con una oferta que choca transitoriamente con escasez de inventarios, problemas en la cadena de suministro y logísticos, propios de un prolongado y generalizado período de cierre, con avances y retrocesos. Ello se manifiesta en presiones de costos que se pueden traspasar a precios, en la medida que las firmas acumulan escasos márgenes y enfrentan una vigorosa demanda.

En junio la inflación alcanzó un 3,8% —mientras la subyacente fue de 3,2%—, con alta incidencia del precio de los combustibles y algunos volátiles. Más allá de los precios volátiles en el índice de precios, la inflación sin volátiles seguirá subiendo en el corto plazo en respuestas a los desbalances entre la oferta y demanda. Hacia adelante, estas fuerzas tras la demanda cederían conforme se ha anunciado oficialmente, mientras la oferta irá solucionando sus fricciones, y es en función de ello que naturalmente se irán ajustando los estímulos de la política monetaria. La temporalidad en que se vayan dando estos efectos será importante.

Así, las condiciones actuales son diferentes a las que se enfrentaban al inicio de la pandemia, lo que aconseja iniciar una normalización gradual de la expansividad de la política monetaria, mediante un incremento de la tasa de política monetaria, medida que se considera robusta tanto ante escenarios diversos. Pero más adelante, en la medida que estos impulsos a la demanda se vayan diluyendo conforme se anticipa, la tracción de la economía dependerá de la recuperación del empleo y de la inversión, la cual aún no se ve aun suficientemente robusta. De acuerdo con las estimaciones entregadas en el IPoM de junio, ello todavía requeriría algún grado de impulso monetario.

Con todo, el panorama sigue siendo especialmente incierto con factores locales y externos de relevancia. Los temores a un ciclo sanitario más complejo aún no se despejan, si bien el exitoso programa de vacunación reduce este riesgo, y el ciclo político institucional local puede generar sorpresas adicionales. Por otra parte, es posible que los estímulos a la demanda se reduzcan en forma más gradual y las interrupciones a la oferta pueden ser algo más prolongadas. En el plano externo, todo indica que el riesgo más importante está en una reversión más acelerada de las condiciones financieras.

En este proceso, la política monetaria ya ha ido dando algunos pasos. Se han ido cerrando instrumentos como la facilidad de crédito y la compra de activos, pasando a una etapa donde la política convencional vuelve a ocupar su espacio, con un balance más abultado que se irá acomodando gradualmente. A continuación, se revisarán algunas consideraciones de este nuevo escenario.

a) Sobre el tamaño del balance del Banco Central

Una consecuencia de este proceso ha sido la expansión del balance del Banco, fundamentalmente vía el otorgamiento de créditos condicionados de mediano plazo y la compra de activos. Ambos instrumentos están cerrados, es decir, no se entregan nuevas líneas de crédito ni se compran bonos bancarios. El costo marginal de crédito no se relaciona con estos, sino con la tasa de política monetaria, que es aquella a partir de la cual se definen las operaciones de mercado abierto y que recientemente se subió a 0,75%.

El mayor tamaño del balance eleva el riesgo de cartera, en la medida que aumenta la exposición a los emisores de los activos; los bancos locales. En todo caso, el balance debe empezar a ajustarse con el vencimiento de los bonos y la venta de los instrumentos del CCVP¹⁸. La FCIC, en cambio, tiene vigencia hasta el primer semestre de 2024, por tanto, se mantendrán en los activos del Banco por algún período.

En adelante, de no cambiar significativamente el escenario, y habiéndose iniciado un proceso de gradual normalización de la política monetaria, el balance del Banco responderá mayormente a los vencimientos de los activos y la evolución de la demanda por base monetaria.

En un contexto global incierto, y uno local con factores idiosincráticos adicionales, con tasas cercanas al mínimo técnico, la probabilidad de requerir medidas adicionales no se puede descartar. Con todo, ese punto de partida más riesgoso no significa que el Banco quede sin capacidad de actuar, sino solamente que asumirá riesgos crecientes, lo que no debe ser obstáculo al momento de actuar para mitigar los mayores costos de una crisis.

b) Mercado de Renta Fija más estrecho

Uno de los temas a observar hacia adelante son los desarrollos del mercado de renta fija de largo plazo, en dos dimensiones.

Por una parte, el mercado local de más largo plazo ha logrado niveles de profundidad mayores que otros países comparables, favoreciendo el financiamiento en moneda local para proyectos de largo

¹⁸ El CCVP en todo caso representa un incremento transitorio dado que en el acto de la compra se produce simultáneamente la venta en el plazo máximo definido por el programa.

plazo como viviendas, desarrollos de infraestructura públicos y privados. Estos fondos se han reducido tanto por los retiros de ahorros previsionales como porque el plazo de la cartera se ha acortado, para hacer frente a traspasos masivos de fondos y a los mismos retiros de ahorros en grandes cantidades y plazos acotados. Ello, de mantenerse estas tendencias, encarecería el financiamiento de las inversiones de largo plazo, importantes para el desarrollo del país, y aumenta la exposición al financiamiento externo.

Por otra parte, los agentes institucionales locales en diversos ciclos contribuyeron a estabilizar el mercado frente a movimientos de no residentes, aportando a una mayor estabilidad de las tasas largas.

Mientras los traspasos masivos se regularon, los desarrollos futuros del sistema son algo más inciertos y ello puede conllevar cambios estructurales en una dimensión macro-financiera.

c) [Recomponer los seguros de cara a futuras crisis](#)

Finalmente, cabe mencionar que la crisis y las tareas que de ella derivan están lejos de terminar. La recuperación está en proceso, aunque queda camino por recorrer. Pero incluso algo más allá, hay al menos dos desafíos que quisiera mencionar.

El primero se refiere a la difícil tarea de recomponer buffer para enfrentar la vulnerabilidad frente a nuevos shocks. Se han reducido los ahorros de largo plazo de los hogares y aumentado el endeudamiento de las empresas, especialmente la PYMES. Cada uno de estos agentes deberá seguir enfocado en su recuperación y el restablecimiento de buffers con el fin de contar con seguros frente a nuevos shocks adversos.

Uno de los actores que ha asumido buena parte de los costos es el gobierno, lo que se refleja en el aumento de su posición deudora neta (gráfico 15). Al inicio, su posición era suficientemente holgada como para permitir una clasificación de riesgo país aventajada respecto de países de niveles de ingreso per cápita similares. Pero ello se ha ido consumiendo y, si bien la posición actual no es riesgosa por sí sola, si debe estabilizarse en niveles que garanticen su solvencia y capacidad para enfrentar nuevas emergencias.

La tarea de estabilizarla hacia adelante es bastante exigente. Las proyecciones oficiales muestran que la convergencia a una posición neta en torno a 40% requiere un gran esfuerzo de consolidación fiscal¹⁹. Dicha trayectoria deberá hacerse de tal modo que incorpore la tarea de acompañar a los sectores más rezagados y la agenda social. Si bien se trata de un desafío que debe abordarse en conjunto con los hogares y las empresas, ellos tienen la tarea adicional de recomponer sus propias holguras.

¹⁹ Ver Informe de Finanzas Públicas del segundo trimestre de 2021.

Gráfico N° 15: Posición fiscal neta

(como % del PIB)



Fuente: Estadísticas de Deuda Pública, Ministerio de Hacienda; Informes de Activos del Tesoro Público e Informe de Finanzas Públicas del segundo Trimestre 2021, Dipres.

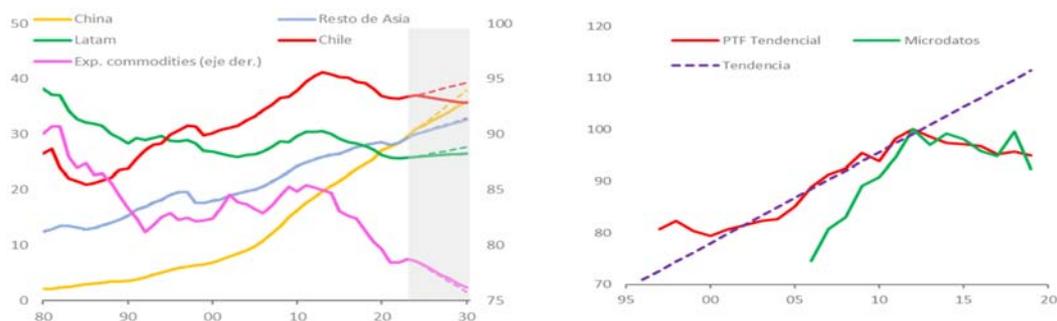
Esta tarea requerirá entonces de mayor crecimiento. Pero desafortunadamente la estimación del crecimiento de largo plazo ha sido recientemente revisada a la baja por el Banco Central, ubicándolo dentro del rango de 2,4% a 3,4%, para los primeros años, y descendiendo a 1,7% para el periodo 2026 a 2030²⁰. El segundo desafío es entonces revertir la tendencia decreciente de larga data que ha mostrado la productividad. Este no debiese postergarse por el posible espejismo de ciclos de materias primas favorables, que en algún punto del tiempo finalmente se diluyen (gráfico 16).

El mayor crecimiento facilita ajustar la mayor carga financiera de los distintos agentes y restablecer holguras que fueron muy importantes para sobrellevar de mejor forma este período tan complejo.

Gráfico N°16: Crecimiento relativo y productividad total de factores.

Evolución y proyecciones del PIB per cápita ⁽¹⁾
(relativo a PIB de EE.UU., porcentaje)

Nivel de la PTF en Chile ⁽²⁾
(2012=100)



(1) PIB per cápita a precios constantes (PPC a precios de 2017). Las series 1980-2020 y las proyecciones hasta el 2024 son del WEO de abril 2021. Para proyectar el PIB entre 2025 y 2030 se usan las proyecciones de crecimiento de 6 a 10 años de Consensus Forecast de abril del 2021 (línea continua) y de octubre del 2015 (línea punteada). Para Chile en la línea continua se usa la proyección de crecimiento tendencial 2026-2030 del Recuadro V.1 del IPoM junio 2021. El crecimiento de la población en cada país entre el 2025 y 2030 se extrapola a partir del último valor proyectado en WEO de abril 2021. Los promedios de Latam (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), Resto de Asia Emergente (Hong Kong, Singapur, Tailandia, Taiwán, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Vietnam), y exportadores de commodities (Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelandia) se calculan ponderando por su población en el 2020. (2) Niveles de la PTF calculados con el enfoque del tendencial y a partir de la agregación de los datos micro de

²⁰ Ver Informe de Política Monetaria de junio 2021. Recuadro V.1. "PIB tendencial".

productividad a nivel de firma. El nivel de la PTF se computa normalizando a 100 su valor del 2012, que corresponde al peak en ambas medidas. La tendencia presentada se calcula a partir del promedio del crecimiento de la PTF del PIB tendencial entre el 2000 y 2011. Fuente: Aguirre et al. (2021).

Bibliografía

Albagli, Fernández, Luttini (2020). “Necesidades de Financiamiento del sector Corporativo y el Crédito Bancario.” Nota Técnica. IPoM junio 2020. Banco Central de Chile.

Aguirre et al. Junio 2021. Minuta Estimación de parámetros estructurales de la economía chilena. Banco Central de Chile.

BIS Annual Report. Junio 2021. Bank of International Settlements.

Córdova, Felipe y Claudia Toledo. Noviembre 2020 “Reprogramaciones de créditos: Implicancias de estabilidad financiera”, Nota Técnica. Informe de Estabilidad Financiera segundo semestre 2020. Banco Central de Chile

Fernández, Jorge y Francisco Vásquez. Noviembre 2020 “Efectos del crédito FOGAPE-Covid en las empresas durante la pandemia: evolución del endeudamiento, márgenes y riesgos asociados”, Nota Técnica. Informe de Estabilidad Financiera segundo semestre 2020. Banco Central de Chile.

Informe de Cuentas Nacionales por Sector Institucional. Primer trimestre 2021. Banco Central de Chile.

Informe de Estabilidad Financiera. Primer semestre 2021. Ejercicio de tensión de empresas. Banco Central de Chile.

Informe de Estabilidad Financiera. Primer semestre 2021. Recuadro II.1. “Evolución de la FCIC y calibración de su tercera etapa”. Banco Central de Chile.

Informe de Finanzas Públicas. Primer y segundo trimestre 2021. Dirección de Presupuestos y Ministerio de Hacienda.

Informe de Política Monetaria. Marzo 2021. Recuadro V.1, “Dinámica de las empresas chilenas durante la crisis del Covid-19”. Banco Central de Chile.

Informe de Política Monetaria. Junio 2021. Banco Central de Chile.

García, Pablo. Marzo 2021. The Monetary and Financial Policy Response to the CV19 Crisis: The Case of Chile. Documentos de Política Económica N°69. Banco Central de Chile.

Krugman, Paul. Abril 2020. Columna de opinión: Notes on the Coronacoma (Wonkish), This is not a conventional recession, and G.D.P. is not the target”. The New York Times. <https://www.nytimes.com/2020/04/01/opinion/notes-on-the-coronacoma-wonkish.html?smid=em-share>

World Economic Outlook. Abril y julio 2021. Fondo Monetario Internacional.