

Recuadro II.2: El *shock* de la pandemia y la respuesta económica: evidencia de las empresas en Chile

Un aspecto distinto de la recesión causada por el Covid-19 ha sido la significativa expansión del crédito comercial que se ha observado en varios países. Esto ha sido ayudado, en gran parte, por la combinación de una política monetaria altamente expansiva —incluyendo medidas no convencionales— y garantías estatales a los préstamos (Recuadro I.1). En Chile también se ha observado esta tendencia, respondiendo a las medidas del Banco Central, las garantías FOGAPE y a los ajustes regulatorios de la CMF. Si bien esto ha permitido que muchas empresas estén logrando superar los momentos más complejos de la pandemia, la expansión del crédito agregado puede no ser suficiente para evitar cicatrices más profundas. En este sentido, es especialmente importante que el crédito llegue a aquellas empresas que, siendo solventes, están enfrentando serias restricciones de liquidez por el cierre total o parcial de sus actividades.

La evidencia presentada en este Recuadro muestra que el *shock* que han enfrentado las empresas chilenas ha sido muy significativo y heterogéneo entre sectores, observándose importantes caídas de las ventas y un aumento relevante de las empresas que no reportan ventas^{1/}. En todo caso, las empresas que más han visto afectadas sus operaciones han sido capaces de acceder al crédito, en especial a través de los programas FOGAPE-Covid. Además, los datos muestran que este acceso al financiamiento ha permitido mantener la continuidad operacional y reducir la contracción de la inversión.

Es importante notar que las conclusiones presentadas en este Recuadro surgen a partir del análisis de información individual a nivel de empresas^{2/}. Esto combina el análisis de datos de desempeño económico, acceso al crédito bancario y los distintos márgenes de ajuste de las empresas. Este conjunto de datos no está disponible comúnmente en todos los países y releva el valor de contar con información granular que permita realizar una correcta evaluación del rol que juegan las políticas macroeconómicas. Más aún, en periodos de estrés

^{1/} Esto ha sido un fenómeno común en varias economías. Albagli *et al.* (2020) realiza una revisión de la literatura internacional más reciente sobre los efectos de la pandemia en las empresas.

^{2/} Los principales datos utilizados provienen del SII y de la CMF, además de información de finiquitos de la Dirección del Trabajo. El Banco Central

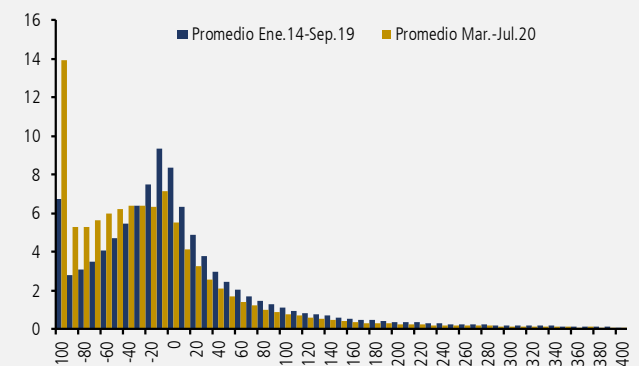
como el actual, el corto rezago de esta información ofrece la capacidad de enmendar el curso de las políticas, en la medida que su diagnóstico sugiera áreas de mejora, una limitación muy importante de los datos agregados tradicionales, dado los rezagos de su publicación.

Shock a las ventas y expansión del crédito

La información de la factura electrónica muestra que en los últimos meses se ha producido una caída importante de las ventas. En promedio, entre marzo y julio de este año, la variación real anual de las ventas anotó una baja de 13,6%, que se compara con el aumento de 10,5% que mostró en el lapso enero 2014 —desde cuando se disponen de datos de factura electrónica— a septiembre 2019 —mes previo al inicio de la crisis social^{3/} (gráfico II.14).

Gráfico II.14

Distribución del crecimiento real anual de las ventas (*) (porcentaje de firmas)



(*) En base a información de la factura electrónica. Crecimientos de ventas anuales calculados con frecuencia mensual para cada firma.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las empresas con las mayores caídas de ventas pertenecen a los sectores de restaurantes y hoteles, servicios personales, vivienda y construcción. En esto, se combinan empresas que

siempre trabaja con registros innominados, para garantizar el anonimato de empresas y personas.

^{3/} Los datos y ejercicios reportados excluyen sectores, *a priori*, menos afectados por la evolución de la pandemia, como minería, EGA, Agro, Pesca, y administración pública. Para detalles de la construcción de los márgenes de ajuste y la muestra de empresas empleada, ver Albagli *et al.* (2020).

dejan de reportar —tienen una caída de ventas de 100%— y empresas que reportan caídas superiores a 70% (tabla II.2).

Tabla II.2

Evolución sectorial de las ventas: marzo – julio 2020 (1) (porcentaje)

Sector	Crecimiento en ventas promedio (2)	Proporción firmas (3)	Proporción de firmas en no reporte en cada sector (4)	Proporción de firmas en caídas pronunciadas en cada sector (5)
Manufactura	-14,2	15,8	15,2	31,1
Construcción	-11,8	13,7	24,1	30,2
Comercio	-12,8	31,8	16,1	29,0
Transporte	-6,2	11,2	11,8	20,7
Servicios financieros	-6,0	2,0	15,3	22,7
Vivienda	-18,0	1,7	20,3	22,5
Servicios empresariales	-12,5	11,8	18,1	27,6
Servicios personales	-18,1	5,0	26,0	26,6
Restaurantes y hoteles	-39,9	6,9	41,9	23,6

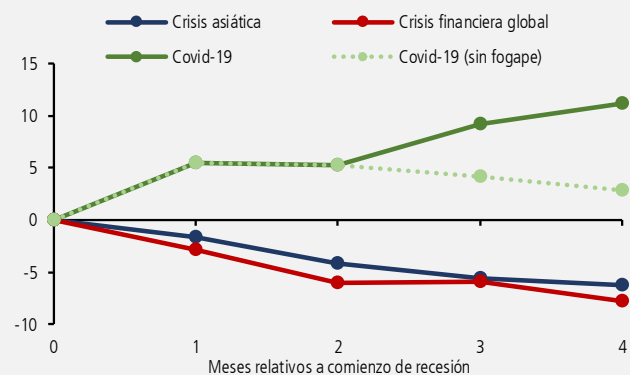
(1) En base a información de la factura electrónica. (2) Promedio simple de la variación anual de las ventas. (3) Corresponde al cálculo para el período Feb.19-Mar. 20. (4) Proporción de firmas que dejaron de reportar ventas en la factura electrónica. (5) Corresponde a empresas con caídas de ventas superiores a 70% anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca, ha contribuido a que en esta recesión las colocaciones comerciales hayan roto su habitual comportamiento procíclico. Destaca la importancia de las líneas de crédito Covid-19 y el uso de garantías FOGAPE, que, entre febrero y junio del 2020, explican dos tercios del aumento de la tasa de crecimiento anual del stock de créditos comerciales (gráfico II.15).

Gráfico II.15

Stock de créditos comerciales (cambio en la variación anual respecto del primer mes con Imacec negativo, porcentaje)



Fuente: Huneuus et al. (2020).

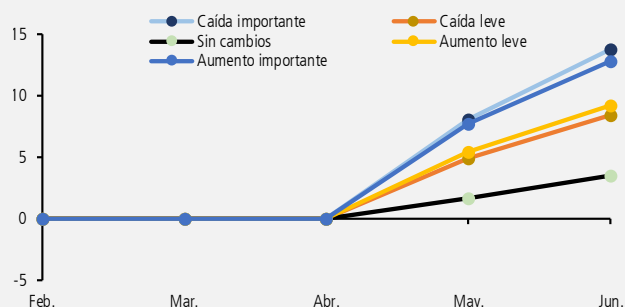
Respecto del destino del crédito, el cruce de información tributaria y financiera muestra que los préstamos entregados a través de los programas FOGAPE-Covid-19 han ido en mayor medida hacia empresas que han tenido caídas importantes de sus ventas (gráfico II.16, panel a). En cuanto a aquellas que

por el tamaño de sus ventas no son elegibles para estos programas, se aprecia un incremento significativo del crédito a empresas mega-grandes. Respecto de su temporalidad, destaca que el crédito a empresas MiPYME y grandes solo comenzó a mostrar aumentos a partir de mayo, cuando se implementan los programas FOGAPE-Covid-19 (gráfico II.16, panel b).

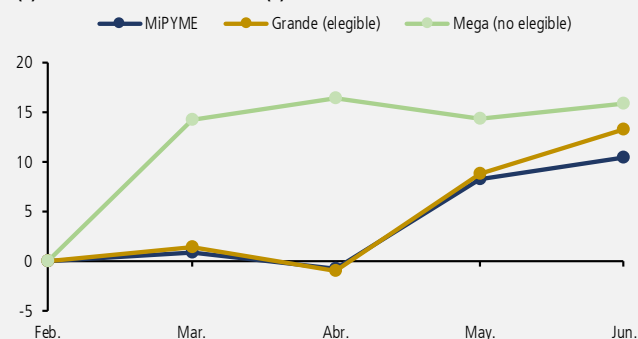
Gráfico II.16

Stock de créditos comerciales por tamaño y comportamiento de las ventas (cambio en la variación anual respecto de febrero 2020, porcentaje)

(a) Créditos otorgados con programas FOGAPE-Covid-19 (1)



(b) Stock créditos comerciales (2)



(1) Caída importante: crecimiento menor a -20% (46% del total de empresas); Caída leve: crecimiento entre -20% y -1% (17% del total). Sin cambios: ventas entre -1% y 1% (3% del total). Aumento leve: crecimiento entre 1% y 20% (13% del total). Aumento importante: superior a 20% (21% del total).

(2) Tamaño de empresas definido según ventas totales del Formulario 29 del SII entre septiembre 2018 y septiembre 2019. MiPYMEs: ventas anuales hasta 100 mil UF; Grandes: ventas anuales entre 100 mil y 1 millón de UF; Mega grandes: ventas anuales mayores a 1 millón de UF.

Fuente: Huneuus et al. (2020).

El crédito como mitigador de los márgenes de ajuste para las empresas en Chile

El cruce entre información tributaria y deuda muestra que el acceso al crédito ha sido un factor relevante para que las empresas que han visto caer sus ventas hayan logrado seguir

operando^{4/}. De hecho, los resultados reportados en Albagli *et al.* (2020), muestran que aquellas empresas que han logrado un préstamo en los últimos meses han reducido su probabilidad de dejar de reportar ventas en junio y julio de este año^{5/}.

Los resultados también apuntan a que, en los últimos meses, el acceso al crédito ha mitigado la caída de la inversión. Este resultado, en todo caso, varía dependiendo del tamaño de la empresa, pues en esta coyuntura el acceso a crédito no parece afectar la inversión de las más grandes. Una posible interpretación es que este tipo de empresas enfrentan menores restricciones de liquidez, por lo que el acceso a crédito en el margen influye poco sobre sus decisiones de inversión. Algo similar se observa para las empresas más pequeñas, aunque probablemente por razones distintas. En este caso, es posible que hayan destinado el crédito a asegurar la continuidad operacional, contrayendo la inversión sin mayor influencia del crédito. Para empresas de tamaño intermedio, la evidencia sugiere que el acceso a préstamos bancarios ha ayudado a mitigar la caída en inversión.

Reflexiones finales

El *shock* que han enfrentado las empresas en Chile durante la pandemia ha sido significativo, reflejado en importantes caídas de las ventas e incluso un incremento de las empresas que no las reportan (porque dejaron de tenerlas). En línea con el objetivo de las políticas públicas que se han adoptado, la evidencia muestra que el crédito bancario no solo ha crecido de forma relevante, sino que ha llegado al segmento de empresas más afectadas por la pandemia. En estas empresas ha contribuido a mitigar los efectos más negativos, ayudando a mantener la continuidad operacional y reduciendo la caída de la inversión.

Sin embargo, la evidencia también muestra que no todas las empresas han accedido al crédito y que, en muchos casos, se ha perdido la continuidad operacional. Si bien es prematuro determinar si esto corresponde a decisiones permanentes, es evidente que la actual situación implicará cierres de un número importante de empresas. La dimensión de este fenómeno solo será apreciable con mayor claridad en los meses venideros.

En adelante, la materialización de inversiones, las adecuaciones productivas en sectores que se han visto

obligados a cambios profundos en su operación, y el aumento de los niveles de actividad, requerirá que el financiamiento siga presente. Por esto, es esencial asegurar un flujo sostenido de crédito, procurando que el sistema financiero no vea deteriorados sus niveles de capitalización y liquidez, ya sea por cambios regulatorios y/o por un deterioro más marcado de la capacidad de repago de hogares y empresas. Si se diera una situación como esta, el sector financiero podría no ser capaz de sostener el crecimiento del crédito, transformándose en un amplificador de la recesión, como ha sido en otras ocasiones.

^{4/} Albagli *et al.* (2020) describe la metodología y resultados de las regresiones que sustentan este análisis.

^{5/} Estos resultados son robustos a varias especificaciones y selecciones muestrales, incluyendo la exclusión del sector de restaurantes y hoteles, que tiene la mayor proporción de empresas cerradas por orden sanitaria.