



RECUADRO V.1

El rol de las políticas macroeconómicas en la mitigación de la crisis del Covid-19

Durante el 2020, la economía chilena experimentó una de las recesiones más severas de las últimas décadas, con un PIB que en el segundo trimestre se contrajo en torno a 13% con respecto al trimestre anterior y casi 14% en doce meses. La magnitud de la caída respondió a la naturaleza anómala del *shock* —de origen no económico y sin precedentes— en que actividades de todo tipo debieron suspenderse abruptamente respondiendo a las restricciones sanitarias para contener el contagio del Covid-19. Casi igualmente sorprendente ha sido la rapidez de la recuperación, pues, de hecho, en febrero del 2021 la actividad ya mostraba niveles desestacionalizados similares a los de prepandemia, superándolos claramente en el segundo trimestre. Los indicadores de alta frecuencia indican que la actividad de los últimos meses estaría superando incluso el nivel que existía previo al inicio de la crisis social, en octubre del 2019.

La rápida recuperación de la actividad en Chile estuvo acompañada de medidas de política monetaria y fiscal de apoyo a hogares y empresas en magnitudes significativas. Estas incluyeron la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) a su mínimo técnico, y una serie de medidas de política monetaria no convencionales como un programa de compras de activos por US\$8.000 millones. En paralelo, tras coordinación entre la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el Ministerio de Hacienda y el Banco Central se implementaron medidas especiales de crédito y ajustes transitorios en la regulación de provisiones. Las medidas de apoyo al crédito de la mano con las garantías estatales a través de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) mitigaron el cierre de empresas, al proveer crédito para que estas pudieran seguir operando. Sumadas sus tres etapas, la FCIC totalizó préstamos a la banca por US\$40.000 millones ([IEF, primer semestre del 2021](#)). Junto con la capitalización extraordinaria de US\$3.000 millones del fondo de garantías Fogape, se permitió a las entidades financieras otorgar créditos comerciales garantizados por más de US\$25.000 millones. De ese monto, se ha entregado cerca del 90%, considerando los programas Fogape-Covid y Fogape-Reactiva. Por el lado fiscal, se implementaron programas de apoyos a los hogares y subsidios al empleo por US\$17.000 millones entre los que se cuentan el Bono de Emergencia, IFE y Caja Alimentos, entre otros.

La demanda agregada también fue impulsada por los tres retiros de fondos previsionales, que suman ya alrededor de US\$50.000 millones desde el tercer trimestre del año pasado. Estos han tenido importantes efectos macroeconómicos, destacando el impulso que han dado al consumo y presionando al alza la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo (Recuadro II.1).

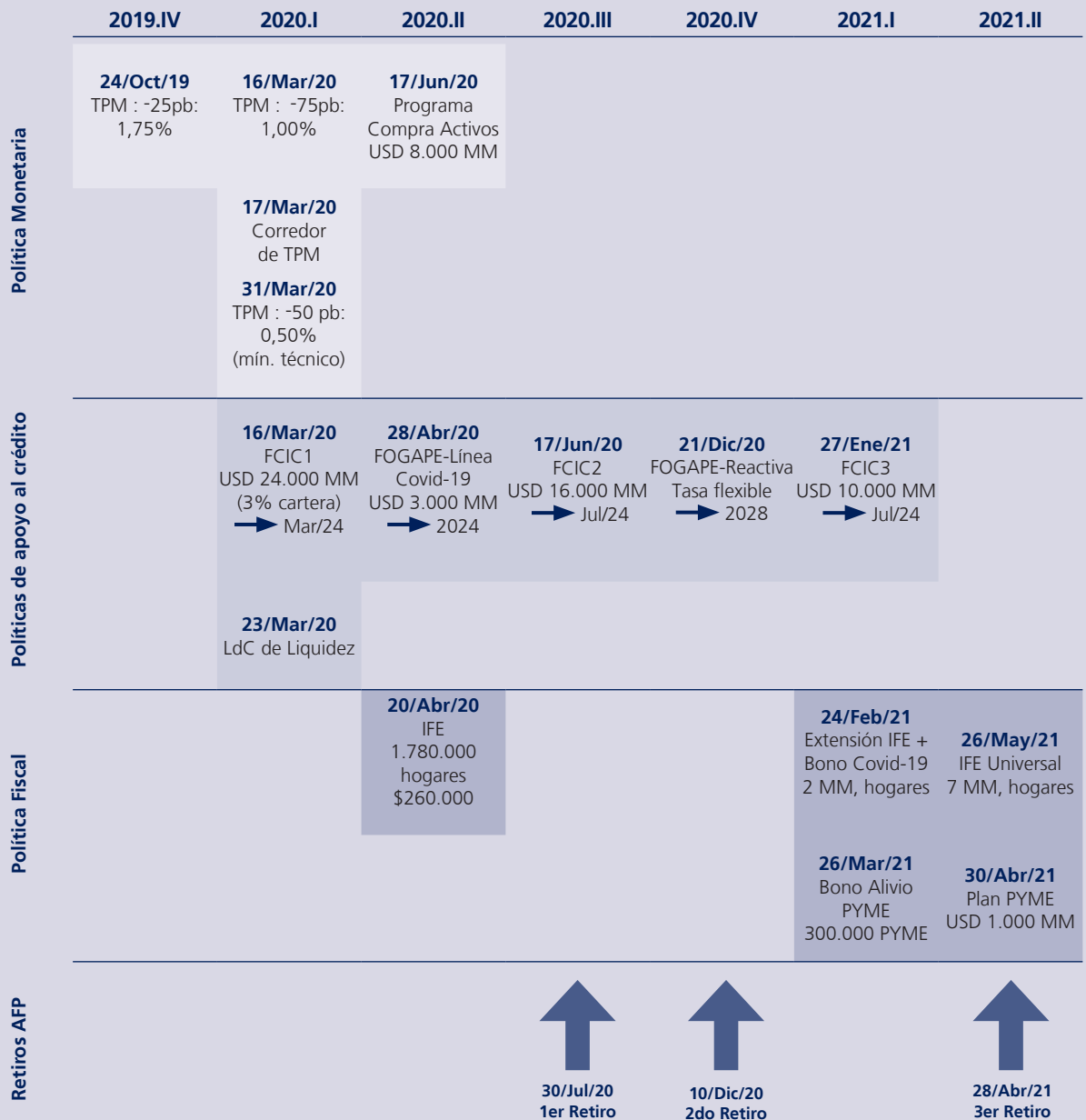
Cabe subrayar que todas estas medidas no se aplicaron simultáneamente ni con la misma intensidad (gráfico V.10). Las medidas de política monetaria y de apoyo al crédito se desplegaron al comienzo de la pandemia, mientras que el grueso de las medidas fiscales se implementó a partir del 2021. Respecto de otros países, el tamaño de estas medidas fue similar a las adoptadas en los países desarrollados durante el 2020, mientras que en el 2021 su magnitud fue muy superior en el caso de la política fiscal (gráfico V.11 y I.10).

Este Recuadro presenta análisis contrafactuales que permiten cuantificar el rol que jugaron las distintas medidas adoptadas en mitigar lo peor de la crisis y evitar interrupciones más severas en la capacidad productiva de la economía^{1/}. Se diferencia entre la contribución de la política monetaria convencional vía bajas de la TPM, y la aplicación de políticas no convencionales. También se contemplan los efectos de las políticas fiscales y los retiros masivos de ahorros previsionales.

^{1/} El uso de modelos estructurales tiene una larga tradición en el análisis de políticas macroeconómicas. A diferencia de modelos econométricos de forma reducida, que descansan en relaciones estadísticas históricas, los modelos estructurales están anclados en fundamentales de los agentes económicos (preferencias, aversión al riesgo, comportamiento optimizador, etc.) que son independientes del cambio de política a analizar, haciéndolos una herramienta útil para este fin.



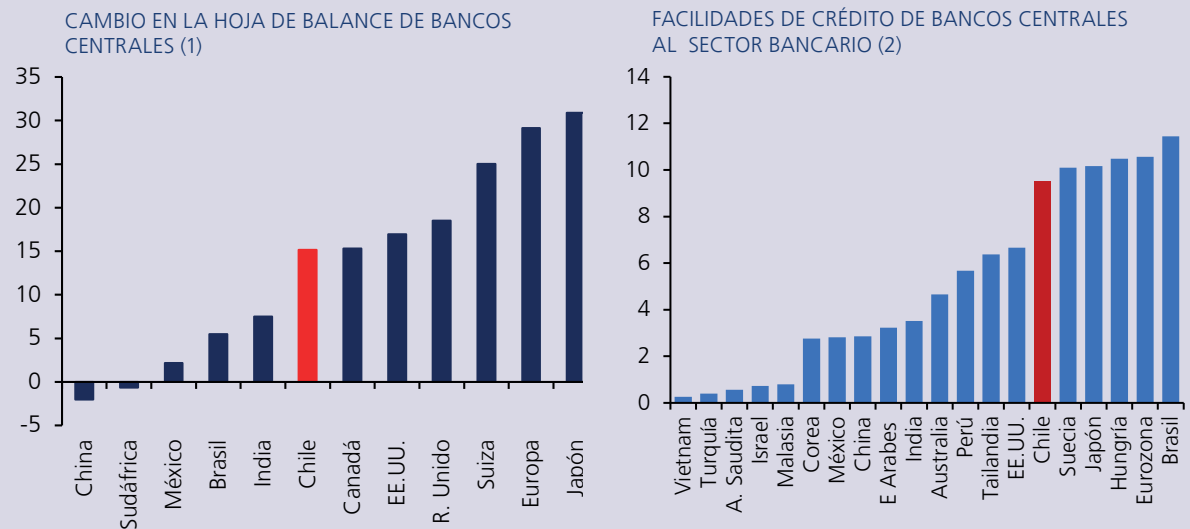
GRÁFICO V.10 MEDIDAS DE POLÍTICA IMPLEMENTADAS



Fuentes: Banco Central de Chile y Gobierno de Chile.



GRÁFICO V.11 MEDIDAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES EN RESPUESTA A LA CRISIS DEL COVID-19
(porcentaje del PIB)



(1) Corresponde al cambio en la hoja de balance desde diciembre del 2019 hasta julio del 2021, excepto para Suiza y Sudáfrica que se considera hasta junio del 2021. (2) Consideran las facilidades anunciadas para apoyar el crédito entre febrero y julio del 2020. Se considera programa FCIC 1 para Chile; y operaciones repo, líneas de créditos, y otros programas para el resto de países. Medidas se calculan respecto al PIB de 2020 (con la excepción de Emiratos Árabes y Japón donde se utiliza del PIB de 2019). Fuentes: Banco Central de cada país, Bloomberg y Banco Central de Chile en base a información del BIS y el Banco Mundial.

Aspectos metodológicos

El enfoque empleado en el análisis se basa en una evaluación contrafactual, indagando cómo habría evolucionado el PIB en ausencia de las políticas implementadas. Para esto se ocupa el conjunto de modelos estructurales del que el Banco Central de Chile dispone^{2/} y que utiliza habitualmente en sus proyecciones. En el contexto de la pandemia, diversos organismos internacionales han utilizado enfoques similares con este propósito^{3/}.

Así, para efectos de cuantificar la contribución de la política monetaria a la mitigación de la crisis, se considera como contrafactual lo que habría sucedido de haber mantenido la TPM en su nivel de fines del 2019 (2%) y no haber implementado los programas de compra de bonos bancarios y otros activos a partir de marzo del 2020. Con un enfoque similar, es posible medir el impacto de los programas especiales de crédito financiados por la FCIC y apoyados por las garantías estatales Fogape-Covid, respecto de un contrafactual donde estas medidas no se hubiesen implementado. Los ejercicios también permiten cuantificar el efecto de estas políticas en reducir la incertidumbre y sus efectos reales.

Para la evaluación de políticas monetaria convencional y no convencionales financieras, la comparación con la crisis financiera global del 2008-2009, y sus efectos en Chile, sirven como punto de referencia. Se suponen dos casos. Primero, que la ausencia de políticas hubiese generado un nivel de presiones financieras similar a las experimentadas en ese episodio. Segundo, que estas fueron superiores y proporcionales a la mayor caída en la actividad observada recientemente. Estos dos casos se estudian por separado. Para la política fiscal, el contrafactual utilizado es la trayectoria de gasto que se anticipaba previo al inicio de la crisis social en octubre del 2019. El rol de los retiros de ahorros previsionales se evalúa utilizando estimaciones de la propensión a consumir basado en datos de consumo de alta frecuencia.

^{2/} Ver documentos sobre [marco de política monetaria](#) y [modelos macroeconómicos](#) del Banco Central de Chile.

^{3/} Ver, por ejemplo, el [World Economic Outlook de abril 2021](#). Otras referencias son [Bulir et al. \(2021\)](#) y [Chadha et al. \(2021\)](#).



Es preciso mencionar que todo enfoque analítico es una aproximación de la realidad y, en particular, distintos modelos pueden diferir en forma importante en los aspectos cuya modelación busca enfatizar. De esta forma, más que entregar una única evaluación, se busca aproximar un orden de magnitud de los efectos presentando un rango de estimaciones de acuerdo con varios enfoques alternativos. Los detalles de los distintos enfoques utilizados y los principales supuestos se resumen en [Calani et al. \(2021\)](#). También cabe subrayar que los ejercicios realizados son parciales, pues se focalizan en el impacto de las políticas en el corto plazo, dejando de lado el estudio del impacto a mediano y largo plazo de estas y otras medidas.

Resultados

Los resultados revelan que todas las medidas jugaron un rol relevante en contener la crisis. En ausencia de estas políticas, la caída del PIB en el 2020 se habría ubicado entre -10,1 y -13,3%, considerablemente mayor que su contracción efectiva (-5,8%). En el primer semestre del 2021, en ausencia de las políticas, la variación anual del PIB se habría ubicado entre un aumento de 0,8% y una caída de -2,4%, frente al crecimiento anual observado de 8,7%.

Los resultados también relevan la distinta temporalidad de las medidas. La política monetaria fue la primera en desplegarse (gráfico V.10), lo que cooperó a que el crédito creciera con fuerza en los primeros meses de la crisis. Hacia fines del 2020 y comienzos del 2021, los retiros de ahorros previsionales y el gasto fiscal dieron fuerza al consumo privado y la actividad.

TABLA V.5 EFECTO AMORTIGUADOR EN EL PIB DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19
(porcentaje)

	2020	2021 S1
Política monetaria convencional (*)	[0,2 - 0,8]	[0,6 - 2,1]
Políticas no convencionales de crédito (**)	[2,2 - 4,8]	[2,7 - 4,4]
Política fiscal	0,7	1,7
Total: Política fiscal & monetaria	[3,1 - 6,3]	[5,0 - 8,2]
Retiros de pensiones	1,2	2,9
Total	[4,3 - 7,5]	[7,9 - 11,1]
PIB efectivo	-5,8	8,7
PIB contrafactual	[-10,1 ; -13,3]	[0,8 ; -2,4]

(*) Política monetaria convencional se asocia con el contrafactual de haber mantenido la TPM en 2%. (**) Políticas no convencionales de crédito se asocia con el contrafactual en donde las políticas monetarias y de garantías soberanas que buscaron estabilizar mercados financieros incluyendo el programa FCIC-FOGAPE, la compra de bonos, y los programas de liquidez en moneda local y extranjera, no hubieran sido implementadas. El rango presentado en estas dos políticas se asocia con dos ejercicios contrafactuales: uno donde, en ausencia de políticas de crédito, el *shock* financiero hubiera sido de igual tamaño al observado en la crisis financiera del 2008-2009, y otro donde hubiera sido mayor y proporcional a la caída observada del producto en el 2020. PIB contrafactual resta al PIB efectivo el efecto amortiguador de la política fiscal, monetaria y los retiros de pensiones presentadas en las primeras líneas de la tabla.

Fuente: Banco Central de Chile.



Respecto de la política monetaria convencional, los ejercicios muestran que de no haberse implementado la baja de la TPM al mínimo técnico de 0,5%, se hubiesen generado caídas del PIB de entre 0,2 y 0,8 puntos porcentuales (pp) superiores a su contracción efectiva. La magnitud de las contribuciones de la política monetaria depende de los rezagos en la transmisión de esta. Dichos rezagos también explican que, en ausencia de la política monetaria convencional, se hubieran registrado caídas adicionales del crecimiento en el primer semestre del 2021, de entre 0,6 y 2,1pp.

No haber actuado usando las políticas no convencionales habría implicado una contracción mucho mayor del PIB. Asumiendo un aumento del riesgo financiero similar al observado en la crisis del 2008-2009, la caída habría sido 2,2pp mayor. En el escenario de mayor riesgo, la contracción del PIB habría sido 4,8pp mayor a la efectiva (gráfico V.12). La alta persistencia en los efectos reales asociados con este tipo de *shocks* financieros hace que, en ausencia de las políticas, también se hubieran observado caídas considerables en la actividad durante el primer semestre del 2021, de entre 2,7 y 4,4pp.

Para el 2020, el rol amortiguador de la política fiscal es relativamente menor que el de las políticas no convencionales. El ejercicio contrafactual muestra que la ausencia de política fiscal hubiese llevado a una caída del PIB 0,7pp mayor. Su contribución más que se duplica en el primer semestre del 2021, con un efecto amortiguador de 1,7pp. Así, en su conjunto, las políticas de origen monetario y fiscal amortiguaron el *shock* que experimentó la economía chilena en 2020, reduciendo su caída entre 3,1 y 6,3pp. Asimismo, impulsaron entre 5 y 8,2pp el crecimiento del primer semestre de este año.

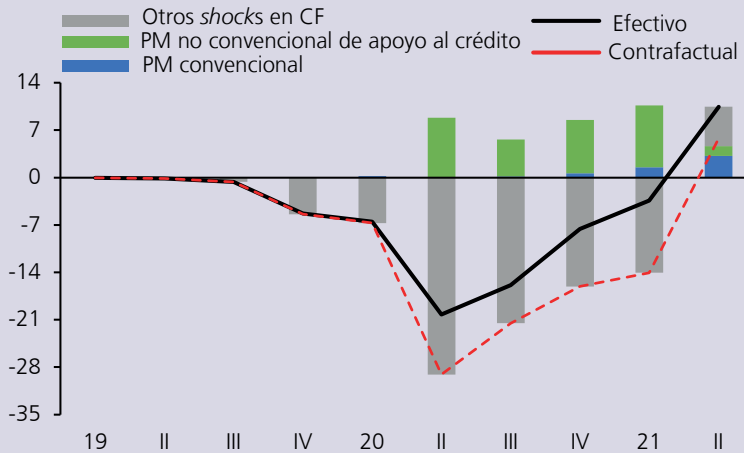
Los retiros de ahorros previsionales, por su efecto sobre el consumo, también contribuyeron como amortiguadores. Su efecto llegó a 1,2pp en el 2020 y 2,9pp en el primer semestre del 2021.

Por componentes del gasto, el análisis revela que la política monetaria y los programas de crédito tuvieron un rol preponderante en sostener la inversión. Así, este conjunto de políticas también tuvo un rol importante en mitigar los efectos de la crisis en el empleo y fortalecer su recuperación, donde también han sido fundamentales los programas de protección de empleo y subsidios a la contratación ([Calani et al. 2021](#)). Por su parte, la fuerte recuperación del consumo en los últimos trimestres ha estado dominada por los retiros de los ahorros previsionales y las transferencias fiscales.

La cuantificación de los efectos mitigadores de las distintas medidas permite también evaluar su eficiencia relativa, al contrastar sus beneficios —en términos de lo que cada una de ellas logró amortiguar el *shock* de la pandemia— con los recursos comprometidos en cada caso. Las medidas especiales de crédito con garantías estatales sumaron cerca de US\$43.000 millones (incluidos US\$40.000 millones de préstamos a la banca vía la FCIC y US\$3.000 millones de la capitalización del Fogape), obteniendo una amortiguación de entre 3,1 y 6,3pp para el 2020, y de entre 5 y 8,2pp en el primer semestre del 2021. La política fiscal, a través de medidas de apoyo a los hogares y subsidios al empleo por US\$17.000 millones, mitigó el efecto del *shock* en 0,7 y 1,7pp en los mismos períodos, respectivamente. Los retiros previsionales, que ya suman cerca de US\$50.000 millones lograron aumentar la demanda agregada y mitigar la caída del producto en cerca de 1,2pp el 2020 y 2,9pp en el primer semestre del 2021. Por último, es importante notar que, a diferencia de las políticas fiscales y de retiros previsionales que significaron recursos gastados, los fondos empleados en la FCIC son préstamos que serán repagados en el futuro. Su costo es el capital entregado, ponderado por el costo de oportunidad del dinero.



GRÁFICO V.12 EFECTO AMORTIGUADOR EN EL PIB DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (*)
(porcentaje)



(*) Línea sólida es el cambio logarítmico respecto al mismo trimestre de año anterior del PIB no minero, en diferencia respecto a media muestral 2001Q3-2021Q2. Línea roja es el contrafactual de este crecimiento en ausencia de políticas de apoyo al crédito y monetarias. Las barras coloreadas muestran las incidencias de distintos shocks en explicar la diferencia entre el crecimiento efectivo y el contrafactual. Las barras verdes muestran el efecto amortiguador de las políticas no convencionales de apoyo al crédito frente a un escenario contrafactual donde la ausencia de estas políticas hubiese generado un shock de riesgo de crédito proporcional a la caída observada en la actividad en 2020 (la crisis del 2008 es empleada como referente para el coeficiente de proporcionalidad). Las barras azules muestran el efecto mitigador de la política monetaria a través de la TPM frente a un escenario contrafactual en donde se hubiese mantenido constante en 2%. Las barras grises muestran la incidencia conjunta de los shocks que llevan al PIB no minero a su crecimiento contrafactual. Detalles metodológicos se presentan en Calani *et al* (2021).

Fuente: Banco Central de Chile.

Conclusiones

La rápida recuperación de los dos shocks que afectaron a los hogares y empresas chilenas desde fines del 2019 se debe en parte importante a la enérgica respuesta de una variedad de políticas, incluyendo la monetaria, la fiscal, e iniciativas legislativas como los retiros de fondos previsionales. Por un lado, la combinación de políticas de crédito con garantías soberanas permitió que el crédito llegara a las empresas y se evitaran quiebras generalizadas. Por otro lado, los estímulos fiscales y retiros permitieron sostener la demanda agregada.

La evaluación del rol de estas políticas es de suma importancia, ya que permite informar la discusión acerca de los impactos de cada una de ellas y contrastarlos con los recursos empleados en cada caso. Al respecto, el despliegue de algunas de estas políticas ha tenido un costo muy significativo, al reducir las holguras fiscales y los ahorros previsionales privados acumulados por décadas. Hacia adelante, es crítico volver a un camino de consolidación fiscal y de recomposición del ahorro privado, de manera de asegurar una prosperidad sostenible en el tiempo para las familias chilenas.