

Más allá de los promedios: los efectos desiguales de los *shocks* macroeconómicos

EUGENIA ANDREASEN

PLAZA
de
IDEAS



Los cambios en el entorno macroeconómico no afectan por igual a todas las empresas. Una baja de tasas o un aumento de la volatilidad global pueden tener efectos muy distintos según las características productivas y financieras de cada firma. Esta heterogeneidad importa no solo por sus efectos distributivos, sino porque el impacto agregado en la economía depende de cómo se transmite el *shock* entre firmas.

El reciente informe del Banco Central "La Dinámica de las Empresas en el Ciclo Económico" documenta esta heterogeneidad en Chile. A partir de microdatos administrativos, muestra que la productividad y la estructura de financiamiento de las firmas condicionan cómo responde la inversión a cambios en la política monetaria, las condiciones financieras externas y el ciclo económico.

Un primer canal aparece en la transmisión de la política monetaria. Una baja de la TPM no impulsa por igual la inversión de todas las firmas. Entre las empresas con deuda activa, el efecto es significativo y persistente, pero se debilita a medida que aumentan el apalancamiento y la morosidad. En las firmas sin deuda bancaria, en cambio, la reducción de tasas tiene un efecto estadísticamente nulo. Esto sugiere que la

baja de tasas favorece a las empresas con acceso al sistema financiero y una situación financiera que les permite aprovechar ese alivio, pero tiene escaso efecto cuando ese acceso no existe.

Un segundo canal aparece en la transmisión de *shocks* externos. En tiempos normales, el crédito en dólares suele ser más barato, lo que incentiva a algunas firmas a endeudarse afuera, pero también las expone más a la volatilidad financiera global. Ese mayor costo de exposición se observa con claridad en Chile. Un deterioro del ciclo financiero global encarece más el financiamiento de las firmas con deuda externa directa, mientras que en las financiadas por bancos domésticos el traspaso a *spreads* es menor e incompleto. En línea con ello, la inversión cae con mayor fuerza en las primeras.

Un tercer ámbito surge en la interacción entre ciclo y restricciones financieras. En Chile, la inversión de las firmas más productivas con bajos activos netos es más sensible al ciclo, pero ese patrón se intensifica durante la crisis financiera global y se revierte al excluirla. Esto

sugiere que la relación entre ciclo e inversión depende también del contexto financiero en que ocurre la desaceleración.

En conjunto, estos tres frentes muestran que la macroeconomía no solo mueve promedios. Un mismo *shock* puede ampliar brechas entre empresas con distinta productividad y distinta posición financiera. Esa respuesta desigual es, además, un mecanismo clave a través del cual esos *shocks* moldean la respuesta agregada de la economía.

Una baja de la TPM no impulsa por igual la inversión de todas las firmas.