

Recuadro II.1: Medidas del Banco Central de Chile para enfrentar el Covid-19

Como resultado del rápido y significativo deterioro del escenario macroeconómico externo e interno producto de la expansión del Covid-19, el Banco ha adoptado una serie de medidas orientadas a mantener un adecuado acceso al crédito y un normal funcionamiento de los mercados financieros. Este Recuadro repasa dichas medidas, explica su racionalidad y presenta evidencia internacional respecto del uso y efecto de disposiciones similares en otros países.

Racionalidad de medidas adoptadas dentro de los objetivos del Banco Central de Chile

La Ley Orgánica resalta dos objetivos principales: la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. El cumplimiento de ambos requiere de un buen funcionamiento del mercado financiero, lo que supone mantener niveles adecuados de acceso al crédito y de intermediación de activos financieros. El alto nivel de incertidumbre derivado de los efectos del Covid-19 ha puesto una presión significativa sobre ambos aspectos. Por una parte, ha generado una gran demanda por activos de corta duración y alta liquidez en desmedro de aquellos de menor liquidez. En efecto, en períodos de elevada tensión financiera se hace particularmente difícil vender una gran cantidad de activos de mayor riesgo, en un contexto donde la volatilidad e incertidumbre dificulta establecer cuál es su precio correcto. La fuerte caída de precios que acompaña estos episodios aumenta las restricciones de sus emisores para acceder a mayor crédito y/o refinanciar sus pasivos existentes. Por otra parte, episodios como el actual se caracterizan por incrementos anormales de las necesidades de caja y por una mayor incertidumbre respecto de la capacidad de pago de los diversos agentes, lo que ha puesto gran presión sobre el mercado del crédito.

En este contexto, el Banco ha implementado una serie de medidas orientadas a aumentar la demanda por activos de mayor duración y riesgo; a proveer de liquidez en pesos a bajo costo a las instituciones bancarias, de modo de facilitar y fomentar el flujo de crédito hacia quienes lo requieran; y a facilitar el acceso al financiamiento en moneda extranjera. En general, dichas medidas tienen un objetivo dual. Además de contribuir a estabilizar los mercados financieros en atención al objetivo del normal funcionamiento de pagos, también cautelan la correcta transmisión de la política

monetaria, ya que permiten que un nivel determinado de estímulo monetario se traspase en forma más expedita a las distintas tasas de mercado que determinan el costo de financiamiento de hogares y empresas. Más aún, la evidencia internacional muestra que medidas similares pueden aumentar dicho estímulo en momentos en que la tasa de política se encuentra cerca de su límite inferior, al actuar en forma más directa sobre el costo de financiamiento a plazos más largos que los usualmente utilizados en la implementación de la política monetaria.

A continuación, se revisa la aplicación de medidas adoptadas por otros bancos centrales y evidencia de su efectividad. Esta permite poner en contexto la racionalidad y efectos esperados de las medidas adoptadas por el Banco.

Experiencia internacional

Durante la crisis financiera global del 2008-2009, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) fue pionera en desplegar medidas de política monetaria no convencional. Entre otras medidas, se realizaron múltiples operaciones de préstamo con la finalidad de proveer liquidez directa, ampliando las instituciones elegibles y la gama de activos aceptados como colateral, así como la extensión del plazo de los préstamos. Al tiempo que la situación macro iba empeorando y la tasa de interés ya había sido llevada a cero, se proveyó estímulo monetario adicional recurriendo a múltiples programas de compra de activos. Entre ellos había títulos públicos e hipotecarios con garantía soberana (*mortgage-backed securities - MBS*), con el objetivo de disminuir las tasas de interés de largo plazo y los *spreads* crediticios.

El Banco Central Europeo (BCE) también desplegó una variada gama de medidas no convencionales durante la crisis financiera y la crisis de deuda soberana de varios países de la Eurozona entre el 2010 y 2012. Estas incluyeron la inyección de liquidez al sector bancario, la ampliación del plazo de los créditos —con sus programas *Long Term Refinancing Operations*. LTRO— y la gama de colaterales aceptados, y se implementó un programa de compra de bonos emitidos por instituciones financieras respaldados por carteras de préstamos. En una segunda etapa, el BCE compró bonos soberanos en mercados secundarios para varios países más vulnerables, e implementó un programa

de préstamos a largo plazo (4 años) con incentivos vinculados al crecimiento de la cartera de créditos al sector corporativo no financiero y personas (*Targeted* LTRO).

La evaluación de su efectividad muestra que, en términos generales, las medidas de liquidez de emergencia implementadas por la Fed redujeron los *spreads* de los activos involucrados y contuvieron el retiro masivo de fondos de ciertas instituciones financieras^{1/}. Las medidas del BCE tuvieron un efecto positivo en la oferta de crédito bancario a corporaciones no financieras, a pesar de que parte importante de los fondos obtenidos por los LTRO (sin incentivos para dar crédito al sector real) se utilizaron para comprar bonos soberanos europeos riesgosos^{2/}.

Respecto del efecto de los programas de compra de activos sobre los mercados financieros y la economía real, según diversos estudios, el programa de relajamiento cuantitativo de la Fed logró reducciones entre 100 y 150 pb de las tasas de los bonos del tesoro de largo plazo (10 años), además de compresiones en los *spreads* de los activos más riesgosos, como securitizaciones hipotecarias, bonos corporativos y bonos bancarios. En la Eurozona, los programas de compra de activos del BCE redujeron las tasas de interés soberanas que enfrentaron países vulnerables durante la crisis de la deuda. A su vez, la compra de bonos bancarios redujo las tasas de estos instrumentos^{3/}. Diversos estudios también documentan que la compresión de las tasas y *spreads* resultantes tuvieron un efecto indirecto en aumentar la oferta de crédito por parte de la banca, así como en las decisiones de emisión de títulos, inversión y empleo por parte de empresas no financieras^{4/}.

A partir de la propagación global del Covid-19, además de llevar sus tasas de política a mínimos históricos^{5/}, los bancos centrales han tenido que recurrir nuevamente a medidas no

convencionales. Estas han tenido por objeto apoyar la liquidez de los mercados monetarios y a los oferentes de crédito bancario y no bancario, para que tengan la capacidad de transferir esta liquidez a los usuarios finales: hogares y empresas afectadas por la emergencia sanitaria. El 12 de marzo, la Fed estableció un programa repo por US\$1,5 billones (luego ampliado) para re-establecer la liquidez en el mercado de deuda de corto plazo, seguido de una facilidad de crédito a distribuidores primarios, una facilidad de liquidez en mercados monetarios y financiamiento para papeles comerciales, buscando específicamente apoyar el flujo de crédito a hogares y empresas. También anunció facilidades nuevas para promover el flujo de crédito a grandes empleadores y otra de préstamos respaldados por activos asociados a créditos estudiantiles, automotrices, deuda de tarjetas de crédito y créditos a pequeñas empresas con garantía federal.

En Banco de Inglaterra estableció una facilidad de financiamiento a plazo con incentivos adicionales hacia pequeñas y medianas empresas, anunció repos de corto y mediano plazo en dólares estadounidenses, y finalmente una facilidad de financiamiento a empresas comprando papeles comerciales en representación del Tesoro inglés. El BCE también estableció nuevas operaciones de refinanciamiento de largo plazo para proveer liquidez inmediata a bancos y mercados monetarios, y decidió modificar parámetros claves de sus operaciones de refinanciamiento de largo plazo focalizadas, que serán aplicados desde junio de este año hasta junio del 2021^{6/}. Estas medidas se suman a los programas vigentes de compras de activos por parte de diversos bancos centrales, incluyendo activos hipotecarios securitizados, bonos corporativos, y bonos del tesoro, con el objetivo dual de aumentar el estímulo monetario y cautelar episodios de volatilidad en los precios de activos clave^{7/}.

^{1/} Duygan-Bump *et al.* (2013) muestra que la Fed contribuyó a estabilizar los retiros de los fondos mutuos del mercado monetario y redujo significativamente las tasas de interés de ciertas clases de activos financieros (*asset-backed commercial papers*). Campbell *et al.* (2011) muestra que el programa *Term ABS Loan Facility* (TALF) redujo el *spread* de la tasa de interés en algunas clases de activos.

^{2/} Ver Beirne *et al.* (2011), García-Posada y Marchetti (2016), Carpinelli y Crosignani (2018), Cahn *et al.* (2018), Andrade *et al.* (2018), Crosignani *et al.* (2019) y Daetz *et al.* (2019).

^{3/} Ver Gagnon *et al.* (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgenson (2011), Ehlers (2012), D'Amico *et al.* (2012), Ihrig *et al.* (2012), Hamilton y Wu (2012), Bauer y Neely (2014), Eser y Schwab (2016), Altavilla *et al.* (2016) y Markmann y Zietz (2017), Krishnamurthy *et al.* (2018), entre otros.

^{4/} Para EE.UU., Rodnyasky y Darmouni (2017) encuentran que los bancos con mayor inversión en MBS fueron más propensos a incrementar su oferta de crédito. Luck y Zimmerman (2017) obtienen un resultado similar diferenciando entre créditos hipotecarios y comerciales. Foley-Fischer *et al.* (2016) encuentran un efecto positivo en la emisión de deuda de largo plazo, la que financió aumentos en inversión y empleo. Wu y Xia (2016) sugieren que estos efectos contribuyeron

a reducir la tasa de desempleo en 1%. Para la Eurozona, Galema Lugo (2019) también documenta un efecto positivo en la emisión de deuda corporativa, mientras Grosse-Rueschkamp *et al.* (2019), Arce *et al.* (2017) y Ertan *et al.* (2018) muestran que las grandes empresas elegibles para el programa de compra de bonos redujeron su demanda por préstamos bancarios, liberando espacio para empresas de menor tamaño y grado de inversión.

^{5/} La Fed redujo su tasa objetivo desde un rango de 1,5-1,75% a 0-0,25%, el Banco de Inglaterra la redujo de 0,75 a 0,1% y el BCE mantuvo sin cambios el costo de depósitos en -0,5%. Entre otros bancos que redujeron tasas en marzo están: Australia, Brasil, Canadá, China, Rep. de Corea, Dinamarca, Hong Kong, Indonesia, Malasia, México, Nueva Zelanda, Noruega, Filipinas, Suecia y Turquía.

^{6/} Otros países que han incluido operaciones repo son Australia, India, Israel, Canadá, China y Turquía. Otros países que han establecido algún tipo de facilidad de liquidez a plazo son Australia, Dinamarca, Rep. Corea, Canadá, China, México y Nueva Zelanda.

^{7/} Otros países que han recurrido a compras de activos son Australia, Canadá, India, Israel, Noruega y Suecia.

Medidas adoptadas por el Banco Central de Chile

Al igual que en otros países, la economía chilena se está viendo afectada en forma significativa por la expansión del Covid-19. En particular, se anticipan fuertes caídas en las ventas de diversos sectores, lo que aumentará en forma rápida y significativa las necesidades de liquidez de las empresas más afectadas, especialmente aquellas de tamaño pequeño y mediano. En la medida que dichas necesidades no sean satisfechas con un mayor acceso al financiamiento, se podrían gatillar quiebras y darse impactos más rápidos y significativos en el empleo. Para evitar que esto afecte la estabilidad financiera y dificulte la correcta transmisión del estímulo monetario, el Consejo decidió adoptar una serie de medidas adicionales a la reducción de la TPM:

(1) Establecimiento de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), cuyo objetivo principal es dar acceso a las entidades bancarias locales a líneas de crédito con el Banco en condiciones ventajosas. Ello, con el fin de que éstas continúen financiando y refinanciando créditos y así permitir un traspaso adecuado del impulso monetario vigente. El tamaño inicial de las líneas de crédito otorgadas sin condiciones a cada institución es de 3% del total (consolidado local) de cartera comercial y consumo, informadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) al día 29 de febrero de 2020 (cartera base). Asimismo, se contempla una línea adicional proporcional a dicha cartera base, que es función del incremento observado en las colocaciones y la fracción de los recursos de la línea destinados a empresas de menor tamaño. La extensión total de esta línea adicional podría llegar a ser varias veces mayor que la línea base. También se establece que el costo del financiamiento al que accedan las instituciones bancarias sea conveniente, por lo que se fija una tasa de interés igual a la TPM vigente al momento de acceder a la línea, o el menor valor de ésta si llegase a modificarse en los seis meses de vigencia del programa. La FCIC está disponible para todas las empresas bancarias que tengan colocaciones comerciales o de consumo, y que establezcan una garantía prendaria a favor del Banco a través de los distintos títulos de crédito y deuda con elegibilidad determinada por el Consejo, la que podrá actualizarse a medida que se implementa el programa. Complementariamente se activará también la Línea de Crédito de Liquidez (LCL), cuyo límite corresponde al encaje promedio en moneda nacional de

cada empresa bancaria. El acceso y uso de la LCL está sujeta a las mismas condiciones asociadas al incremento de las colocaciones establecidas para la FCIC, accediendo al mismo cupo de esa línea.

(2) Inclusión de los bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos ofrecidas por el Banco, incluida la FCIC y la LCL.

(3) El viernes 20 de marzo se dio inicio a la compra de bonos bancarios a participantes del sistema SOMA por un monto de hasta US\$4 mil millones (en UF). En la Reunión de Política Monetaria del 31 de marzo, cuando ya se había comprado US\$2.500 millones del monto comprometido, el Consejo decidió ampliar el plan en otros US\$4 mil millones. Con ello, el saldo de compra remanente de dicho programa pasó a ser de hasta US\$5.500 millones. Además, sobre este saldo, se eliminaron las restricciones de plazo de los instrumentos elegibles.

Esto se complementa con la extensión del programa de venta de divisas hasta el 9 de enero de 2021 y la ampliación de plazos en los programas de gestión de liquidez en pesos y dólares a través de operaciones REPO y FX-Swap. Además, se hizo una modificación transitoria de las normas de encaje monetario, ampliando la constitución del encaje en obligaciones en moneda extranjera de dólares estadounidenses a euros, yenes y pesos chilenos. También se flexibilizaron los requerimientos de liquidez para empresas bancarias, suspendiendo temporalmente el cumplimiento de los requerimientos de descalce a plazos y flexibilizando el cumplimiento del límite LCR al 70% de su valor vigente para el 2020.

De este modo, el Banco despliega un conjunto de medidas complementarias que buscan entregar liquidez a la economía, apoyar el flujo de crédito y en último término propiciar la adecuada transmisión de la política monetaria a la economía chilena. En su conjunto, dichas medidas se circunscriben dentro del Marco de Política Monetaria del BCCh (Recuadro Resumen) dentro del cual funciona el esquema de metas de inflación y con el cual se implementa el mandato constitucional del Banco relacionado con la estabilidad de precios y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos.