

## RECUADRO II.1

### CONDICIONES EN MERCADOS FINANCIEROS Y MEDIDAS DE POLÍTICA

El sistema financiero tiene un rol central en una economía moderna porque contribuye a la asignación eficiente de recursos, canalizándolos desde ahorrantes hacia quienes tienen necesidades de financiamiento. Al hacerlo, también reduce costos de transacción e información, permitiendo una distribución apropiada de riesgos entre agentes económicos y facilitando el proceso de transformación de liquidez y plazos. El cumplimiento de estas funciones es fundamental para el desarrollo económico, en la medida que apoya la inversión de las empresas y el consumo de los hogares. Además, un sistema financiero estable facilita la ejecución de la política monetaria, ya que su transmisión y efectividad dependen de una apropiada formación de precios y toma de riesgos por los agentes que operan en el sistema financiero. Por todo lo anterior, preservar la estabilidad del sistema financiero es una tarea importante de los bancos centrales en el mundo. El Banco Central de Chile no es ajeno a esto, pues sus políticas se conducen desde una perspectiva macrofinanciera, con el fin de acotar los riesgos que amenacen la continuidad de los pagos internos y externos. Para el cumplimiento de este objetivo, el Banco está dotado de diversas facultades legales, atribuciones regulatorias y herramientas de política (Marco de Política Monetaria, 2020)<sup>1/</sup>.

Las consecuencias económicas de la pandemia han amenazado el normal funcionamiento de los sistemas financieros globales y, por ende, su rol central en la economía. Pese a que esta crisis tiene su origen en un shock real de tipo sanitario y, a diferencia de la crisis del 2008-2009, su epicentro no es el sistema financiero, las repercusiones de la fuerte contracción económica global han generado inestabilidad en estos mercados, convirtiéndolos en posibles amplificadores del shock real original. Estos desarrollos han llevado a que los bancos centrales hayan implementado una serie de políticas para asegurar la estabilidad de sus mercados financieros.

La crisis ha tenido diversas repercusiones desestabilizadoras sobre los mercados financieros. Por un lado, en la medida en que el shock se ha percibido como transitorio, ha existido un aumento en la demanda de recursos por parte de empresas y hogares para poder amortiguar sus efectos. El cierre temporal obligado de empresas y las decisiones de confinamiento voluntario de muchas personas han implicado una drástica reducción de ingresos para varios sectores productivos. Si bien las empresas han respondido ajustando sus gastos, la presencia de costos fijos ha hecho que sus necesidades de caja hayan subido, siendo previsible que las empresas aumenten su demanda por financiación para lograr cubrirlos. Incluso aquellas firmas que no tienen problemas hoy pueden estar incrementando la demanda por recursos de forma precautoria, previendo posibles interrupciones de caja futuras. Asimismo, en principio, la demanda por crédito de consumo por parte de hogares debería subir ante la disminución temporal de sus ingresos, para evitar tener que reducir su consumo en la misma proporción. Por otro lado, la oferta de fondos para prestar a través de los mercados financieros muy posiblemente se haya visto afectada como consecuencia de la disminución de los ingresos que ha acompañado a este episodio<sup>2/</sup>.

A estos movimientos en direcciones opuestas de la oferta y demanda por recursos prestables en los mercados financieros se suma un agravante importante: la mayor demanda por activos líquidos libres de riesgo. Lo inédito del shock y el desconocimiento respecto a su desarrollo futuro han hecho que, como normalmente ocurre en momentos de crisis económicas, suba la aversión al riesgo, con lo que los agentes de mercado buscan refugiarse en activos líquidos seguros. Así, ante la incertidumbre, la percepción de riesgo aumenta en la medida que se tiene menos información sobre la capacidad de repago de los deudores. Este factor puede ser particularmente nocivo para el buen funcionamiento de los mercados financieros, pues obstaculiza el flujo de recursos desde ahorrantes hacia quienes

<sup>1/</sup> De acuerdo con la legislación que rige al Banco, la cual le impone el objetivo dual de estabilidad de precios y del sistema de pagos, éste comparte responsabilidades con los supervisores del sector financiero, incluyendo, entre otros, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Superintendencia de Pensiones.

<sup>2/</sup> En la medida que el shock se perciba de carácter más permanente y que se estén alcanzando límites de solvencia y acceso al crédito, las empresas deberán ajustar dichos costos aún más, reduciendo el empleo y los pagos a proveedores, amplificando la crisis y haciéndola más persistente.

tienen necesidades de financiamiento, redundando en una asignación ineficiente de recursos, dificultando el proceso de transformación de liquidez y plazos.

Como respuesta, el Banco ha implementado una serie de medidas especiales, entre ellas programas de liquidez de mercado en pesos y de apoyo al crédito bancario que han ayudado a estabilizar los niveles de riesgo crediticio y a tener una evolución contracíclica del crédito. Sin embargo, las estimaciones sobre futuras necesidades de caja de las empresas señalan que los desafíos para que los mercados financieros sigan proveyendo lo requerido serán grandes. Ante esto, el Banco ha decidido intensificar el impulso monetario a través de medidas no convencionales de apoyo a la liquidez de mercado y al crédito. Las medidas en torno al crédito son un buen complemento de los programas de gobierno a través de garantías soberanas para préstamos de la banca, los cuales son una pieza fundamental para que el financiamiento bancario siga fluyendo a las empresas y, junto con los nuevos recursos provistos por el Banco, se cuente con los elementos necesarios para que los mercados financieros cumplan con éxito este desafío y, en paralelo, se logre la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política de dos años.

### Tensiones en mercados financieros externos e internos

Una forma en la que la propagación del Covid-19 se reflejó en mayores tensiones en los mercados financieros globales fue el incremento rápido y contundente en las primas por riesgo en los mercados de deuda corporativa. En EE.UU., por ejemplo, entre fines de febrero y fines de marzo, los spreads por emisión de deuda Investment Grade y High Yield aumentaron entre 200 y 600 puntos base (pb), respectivamente, señalando un alza generalizada en la percepción de riesgo en estos mercados (gráfico II.12).

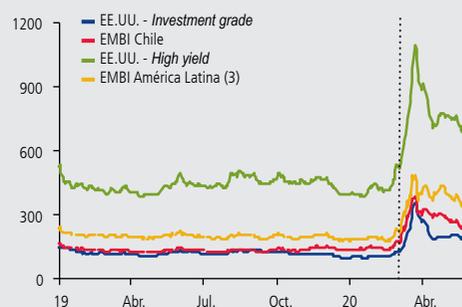
El mayor costo de endeudamiento se propagó con fuerza a los mercados de deuda soberana emergente, cuyas primas por riesgo también aumentaron. El EMBI spread de América Latina se duplicó en ese mismo lapso, pasando de 200 a más de 400pb. Chile no fue la excepción, y su prima de riesgo subió por encima de los 300pb tras haber estado cercana a 150pb en los meses anteriores (gráfico II.12).

El incremento en las primas por riesgo de la deuda de países emergentes también ha sido acompañado por una reducción en los flujos de capitales a estas economías, situación que también se ha observado en Chile. Entre marzo y mayo, la inversión de cartera que los agentes no residentes mantienen en el país disminuyó en cerca de US\$1.800 millones, cambio explicado

principalmente por ventas en instrumentos de renta fija. Esta salida ha sido compensada por entradas netas de capital por parte de fondos de pensiones —cerca de US\$2.350 millones— y del Gobierno —US\$2.660 millones<sup>3/</sup>.

### GRÁFICO II.12

Primas de riesgo en EE.UU. y deuda soberana (1) (2) (puntos base)

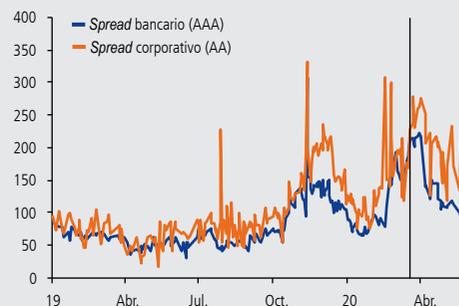


(1) Spreads corporativos para todos los sectores de Estados Unidos. *Investment grade* se refiere a bonos corporativos con un bajo riesgo relativo de *default*, mientras que *high yield* son bonos con una menor evaluación crediticia. (2) Línea punteada vertical marca fecha del primer caso confirmado de Sars-CoV-2 en Chile. (3) Corresponde al promedio del indicador EMBI para 5 países de la región (Chile, Brasil, México, Perú y Colombia).

Fuentes: Bloomberg y MINSAL.

### GRÁFICO II.13

Spreads de bonos bancarios y corporativos en Chile (1) (2) (puntos base)



(1) ASW de bonos locales, bancarios y corporativos, con madurez de siete a diez años. (2) Línea vertical indica la fecha de la primera compra, el 20 de marzo.

Fuentes: Bloomberg y Risk America.

<sup>3/</sup> Valores de mayo son estimados. Los flujos de entrada del Gobierno corresponden solo a marzo y abril.

## Mayores necesidades de caja de las empresas

Los efectos nocivos de la inestabilidad en los mercados financieros se agravan en la medida que, ante la caída en la actividad económica, las necesidades de caja de las empresas se elevan y, por ende, requieren de mayor acceso a fuentes de financiamiento para poder cubrir las.

A fines de mayo, el Banco levantó una encuesta entre las empresas que participan del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la que recibió alrededor de 320 respuestas. En esta, cerca de la mitad de las firmas encuestadas reportó que su situación había empeorado respecto de abril, mientras una proporción algo menor indicaba estar teniendo problemas de flujo de caja. De este grupo de empresas, la gran mayoría calificó sus problemas de caja como medianamente graves o muy graves. Al mismo tiempo, un porcentaje mayoritario de los encuestados cree que su empresa necesitará pedir un crédito dentro de los próximos seis meses, siempre teniendo la necesidad de capital de trabajo como principal razón. Las empresas que señalan que pedirán un crédito para financiar inversión son una fracción muy menor.

Por su parte, cálculos independientes, realizados a partir de la información tributaria reportada por las empresas, también dan cuenta de un aumento en las necesidades de financiamiento. En el cálculo, las necesidades se aproximan a partir de la agregación de resultados operacionales negativos, los cuales se pronostican en función de la proyección de ventas y gastos operacionales. Se supone que, si el resultado operacional de una firma es negativo, esta requerirá de financiamiento para seguir operando. Asimismo, se supone que las proporciones de financiamiento históricas entre crédito y deuda —interna y externa— se siguen cumpliendo. Las estimaciones arrojan un déficit operacional para el período abril-septiembre que es 89% mayor respecto del mismo período del 2019, principalmente explicado por lo que ocurre en los sectores de comercio e industria manufacturera, requiriendo así un incremento en el crédito bancario equivalente a cerca de 9% del PIB para el período de abril a septiembre de este año<sup>4/</sup>.

<sup>4/</sup> En el caso de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), el crecimiento de dicho déficit operacional con respecto al año anterior se estima en 135%, mientras que el de las grandes empresas se estima en 77%. Las necesidades totales de los dos grupos de empresas se estiman en 15% del PIB, de las cuales 2,7% proviene de PyMEs y el restante 12,3% de grandes empresas. En el cálculo del 9% de necesidades de crédito bancario se supone que el 2,7% correspondiente a las PyMEs se financia todo con crédito de la banca mientras que cerca de la mitad de las grandes empresas (6,3%) se financia por esta vía, siguiendo los patrones históricos que dan cuenta que cerca del 50% del financiamiento agregado de estas empresas se ha fondeado en el mercado bancario. Finalmente, cabe subrayar que estos cálculos se realizan suponiendo que el crédito comercial entre firmas (trade credit) no sufre interrupciones relevantes. Cuando se estiman las necesidades de financiamiento considerando interrupciones mayores en el trade credit —caídas de 25 y 50%—, las necesidades de crédito bancario aumentarían desde cerca de 9% del PIB a valores en torno a 11,5 y 14% del PIB, respectivamente. Para más detalles, véase Albagli, Fernández y Luttini (2020).

## Medidas de política económica y estado del crédito

El Banco, en línea con la mayoría de los bancos centrales, ha implementado una serie de medidas especiales para hacer frente a los desafíos para la estabilidad en los mercados financieros. Entre estas, las facilidades creadas para acceder a liquidez de mercado en pesos, así como la liquidez con incentivo al crédito<sup>5/</sup>. La liquidez de mercado en pesos se ha entregado a través de dos canales. Primero, vía operaciones de recompra de deuda del Banco de los cuales, hasta el 10 de junio, se habían recomprado US\$6.110 millones de los US\$8.514 millones anunciados como monto del programa. Segundo, vía la compra de bonos bancarios, de los cuales se habían comprado hasta esa fecha US\$3.302 millones de los US\$8.000 millones previamente anunciados.

Para el caso del financiamiento provisto por los bancos, se ha dispuesto una Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) por US\$24.000 millones, al mismo tiempo que se ha ampliado la lista de instrumentos aceptados como colaterales para operaciones de fondeo a la banca. Al cierre estadístico del IPoM, el uso que los bancos hicieron de la FCIC alcanzó cerca de US\$20 mil millones, equivalentes al 83% de la línea asignada (gráfico II.2)<sup>6/</sup>.

Estas medidas han tenido efectos importantes tanto sobre las medidas de riesgo como sobre el crédito bancario. Los spreads bancarios y corporativos comenzaron a estabilizarse después del inicio de las compras de bonos bancarios por parte del Banco (gráfico II.13), coincidiendo también con la estabilización en mercados externos de crédito. Por el lado del crédito bancario, el stock de colocaciones comerciales ha aumentado cerca de US\$6.000 millones, con un crecimiento nominal de 5% entre el 13 de marzo y el 5 de junio.

Dados estos desarrollos en el frente crediticio, las colocaciones comerciales se han comportado de forma contracíclica por primera vez, expandiéndose mientras que la actividad económica se contrae en recesión, sin duda suavizando esta contracción real (gráfico II.14). El componente cíclico de las colocaciones comerciales se ha expandido por sobre su tendencia en cerca de 2%, al mismo tiempo que la actividad económica se ha contraído casi 4% por debajo de su tendencia.

<sup>5/</sup> También se han implementado programas para proveer liquidez de mercado en dólares.

<sup>6/</sup> El Banco Central ha dispuesto de un sitio especial en su página web para proveer seguimiento de todas sus medidas especiales, <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/medidas-excepcionales>

**GRÁFICO II.14**

Ciclos de colocaciones comerciales e Imacec no minero (\*)  
(porcentaje)



(\*) Ciclo HP de logaritmo natural de variables desestacionalizadas en puntos base, en frecuencia mensual (parámetros de suavización Lambda igual a 14.400).

Fuente: Banco Central de Chile.

A pesar del comportamiento reciente del crédito bancario, es importante no subestimar la magnitud del desafío hacia adelante. Como se mencionó, las necesidades de financiamiento de las empresas han aumentado dado el empeoramiento de la actividad económica. Por esta razón, es previsible que el crecimiento del stock de colocaciones comerciales debería acelerarse para poder atender estas mayores necesidades de caja. Se estima que el crecimiento anual promedio del stock de colocaciones comerciales nominales que permitiría atender las necesidades de caja mencionadas entre junio y septiembre debiese ser de 20,7%, comparado con el promedio de 13,1% observado entre febrero y mayo.

Dado lo anterior, el Consejo ha determinado generar una segunda etapa de la FCIC. Este programa considera el fortalecimiento de los incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios. En este caso, el acceso a los recursos está vinculado al crecimiento del crédito en la cartera comercial, con incentivos especiales para aquellos bancos que estén activamente entregando créditos Covid-19 y a intermediarios financieros no-bancarios. Cabe señalar que los créditos Covid-19 tienen garantía estatal (Fogape) y establecen ciertas condiciones sobre su otorgamiento. Estas últimas están orientadas a que las firmas puedan enfrentar los actuales problemas de liquidez de corto plazo a través de financiamiento bancario. Por su parte, los intermediarios financieros no-bancarios complementan la labor de los bancos en el financiamiento de hogares y empresas, a través de otros productos financieros, como por ejemplo factoring, por lo cual este incentivo contribuye al dinamismo de

ese mercado. Finalmente, la nueva etapa de la FCIC considera un monto global de US\$16 mil millones y será implementada durante los próximos ocho meses. Asimismo, el Consejo acordó implementar un programa especial de compra de activos, por un monto de hasta US\$8 mil millones, en un plazo de seis meses. De esta manera, a través de ambos programas, se movilizarán recursos adicionales por hasta 10% del PIB.

**Conclusiones**

Las consecuencias económicas de la pandemia y el aumento en la percepción de riesgo han tenido un impacto relevante en los mercados financieros, debilitando su función principal de asignar recursos entre ahorradores y deudores, así como de transformación de liquidez y plazos. Este fenómeno ha ocurrido tanto en mercados financieros externos como internos.

Como respuesta, los bancos centrales del mundo han desplegado una serie de medidas especiales, de acuerdo a los marcos legales que cada uno enfrenta. En el caso del Banco Central de Chile, se han puesto en marcha programas de liquidez de mercado en pesos y de apoyo al crédito bancario. En buena medida, estos programas han sido motivados por las evidentes mayores necesidades de caja de las empresas, otorgando un mecanismo para que puedan compensarlas con mayor acceso a financiamiento. Ante estas medidas, los niveles de riesgo crediticio se han estabilizado y la evolución del crédito ha sido la deseada, en la medida que ha permitido a las empresas mitigar el fuerte shock negativo a sus ingresos. Estas medidas permitirán reducir el número de quiebras de empresas, apoyando el empleo y el consumo de los hogares. Las estimaciones sobre futuras necesidades de caja de las empresas señalan, sin embargo, que los desafíos para que los mercados financieros sigan proveyendo el crédito requerido serán grandes. Ante esto, el Banco ha decidido ampliar sus facilidades de liquidez de mercado y de fondeo a la banca para que se cuenten con los recursos para cumplir con este desafío.

Para el cálculo del diseño y tamaño de las medidas se tomaron en cuenta dos elementos: la necesidad de crédito de la economía y la necesidad de que esos recursos estén disponibles a tasas bajas por un tiempo prolongado. Respecto de lo primero, se tomó como punto de referencia la estimación de las necesidades de caja presentadas en este Recuadro. La liquidez entregada por el Banco a través de sus distintos instrumentos excede con creces dicho monto, en prevención de que no es esperable que cada peso de liquidez se transforme en uno de crédito. Respecto de lo segundo, las líneas FCIC en sus dos etapas consideran plazos suficientemente largos como para dar seguridad a los intermediarios financieros que sus costos de fondeo se

mantendrán acotados por varios años. Adicionalmente, el Banco ha actuado en el mercado de bonos bancarios, re comprado su deuda y ampliado la lista de instrumentos aceptables como colaterales, todas medidas que deberían contribuir a mantener el financiamiento de mediano plazo dentro de rangos adecuados a la realidad actual.

Como se señala en varias oportunidades en este IPoM, existe un grado muy alto de incertidumbre sobre la evolución futura del escenario macroeconómico. En la medida que los riesgos a la baja se materialicen, las disrupciones a los mercados financieros probablemente aumentarán y se requerirán más fuentes de financiamiento. En esa medida, la política fiscal, vía garantías soberanas sobre los préstamos otorgados por la banca, además de las otras medidas que se discuten en la actualidad para darle más instrumentos monetarios al Banco Central serán fundamentales para seguir encarando los eventuales desafíos que enfrenten los mercados financieros.