

Recuadro I.1: **Ciclo del crédito y actividad: evidencia internacional**

Usualmente, el crédito y la actividad económica tienden a moverse en la misma dirección. Durante fases expansivas, las mejores perspectivas económicas de hogares y empresas influyen positivamente en la evaluación de riesgo por parte de la banca, incentivando el crecimiento del crédito para financiar la inversión y el consumo. Lo opuesto ocurre en fases de debilidad. La política monetaria basada en metas de inflación, intenta mitigar este reforzamiento entre la actividad y el crédito, al ser más contractiva en períodos de auge —evitando así alzas indeseadas en la inflación— y más expansiva en recesiones, de manera de cautelar que el crédito no alimente desequilibrios. En crisis de gran magnitud, en especial cuando tienen origen en problemas sistémicos en el sector financiero —como lo fue en Chile a comienzos de los ochenta o en el mundo desarrollado en el 2008-2009—, la contracción del crédito parte desarrollándose en la medida que las pérdidas de capital de la banca y otros intermediarios financieros limita su voluntad y capacidad de prestar, amplificando con ello la recesión. En estas situaciones, incluso una política monetaria muy expansiva podría no ser suficiente para estimular la economía (De Gregorio, 2009). Este Recuadro revisa cómo, en la actual recesión, las políticas adoptadas por bancos centrales y gobiernos han logrado evitar este desenlace, permitiendo incrementar el crédito pese a las fuertes contracciones de la actividad. También delinea algunos elementos a monitorear para evitar escenarios de riesgo negativos con origen en los mercados financieros.

El rol de la política monetaria y fiscal en la expansión del crédito durante el Covid-19

La actual recesión tiene características muy distintas de episodios anteriores, pues la caída de la actividad no se produjo por problemas económicos en sectores específicos, sino por la necesidad temporal de suspender el habitual funcionamiento de la economía para reducir los contagios del Covid-19. De este modo, el *shock* a los ingresos de hogares y empresas ha sido muy sustancial, y en ausencia de la intervención de políticas públicas igualmente excepcionales, probablemente hubiese implicado una contracción muy significativa del crédito ante el alza de riesgo de no pago. Esto habría llevado a quiebras masivas, con cicatrices permanentes que podrían implicar varios años de pobre desempeño económico y alto desempleo. No

obstante, y a diferencia de la crisis financiera global del 2008-2009, los bancos alrededor del mundo se encuentran bien capitalizados, luego del fortalecimiento regulatorio producto de las lecciones de dicha crisis, lo que ha facilitado la eficiencia de medidas expansivas.

Motivados por estos antecedentes, tanto en Chile como en muchos otros países, se han adoptado una serie de medidas para lograr que el crédito fluya hacia las empresas, permitiéndoles compensar las importantes caídas de sus flujos de caja y mitigando así los efectos más persistentes de la pandemia. Primero, junto con bajar las tasas de referencia a su mínimo, los bancos centrales han establecido programas especiales de financiamiento a la banca a bajas tasas, condicional al aumento de los préstamos entregados. Algunos ejemplos de ellos son los programas de crédito del Banco de Inglaterra (TFSME), del Banco Central Europeo (TLTRO) y el programa FCIC-LCL del Banco Central de Chile. No obstante, reconociendo que el riesgo de crédito sigue siendo elevado y que bajas tasas de fondeo pueden no ser suficientes, estas políticas se han complementado con garantías estatales a estos préstamos, que en el caso chileno corresponden a las garantías FOGAPE (tabla I.2).

Los datos muestran que en un número importante de países se ha observado una aceleración del crédito en el primer y segundo trimestre, con tasas de expansión anual que, como en Chile, han alcanzado los dos dígitos (gráficos I.11 y II.8). En Chile, el análisis a nivel individual, muestra que un gran número de los créditos otorgados al alero de estos programas ha llegado a las empresas cuyas ventas han sido más afectadas por la pandemia. Además, la evidencia muestra que estos créditos han apoyado la continuidad operacional de estas empresas y han ayudado a mitigar la caída de la inversión (Recuadro II.2). La disponibilidad de crédito también puede estar permitiendo que las empresas constituyan inventarios para satisfacer la recuperación de la demanda con el retiro paulatino de las medidas de confinamiento. Finalmente, el alivio a la estrechez financiera puede haber permitido un ajuste menos intenso del empleo, lo que también aminoraría el costo de la reducción de la actividad. Por ejemplo, en EE.UU., el *Paycheck Protection Program* (PPP), destinado a evitar despidos en empresas pequeñas, habría contribuido a mantener alrededor de 2,3

millones de empleos hasta la primera semana de junio de 2020^{1/}.

Perspectivas y riesgos

La recuperación prevista en el escenario de proyección de este IPoM asume que las condiciones crediticias se mantendrán favorables. No obstante, existen algunos riesgos asociados al mercado del crédito que podrían tener un impacto sustantivo en dicho proceso.

Por un lado, resulta importante mantener un flujo relevante de crédito hacia las empresas que se desempeñan en sectores donde la recuperación de la actividad tardará más. Por lo pronto, tras el significativo aumento entre marzo y abril, el crédito a empresas se ha desacelerado en varias economías desarrolladas y emergentes. En el corto plazo, es importante determinar si ello refleja menores necesidades de financiamiento —dado el avance en el control de la pandemia y la paulatina normalización de la actividad— o es una primera muestra de restricciones en la oferta. En este sentido, la mantención de políticas fiscales y monetarias de apoyo al crédito será fundamental para que este siga fluyendo de manera adecuada.

Por otro lado, es importante mantener condiciones regulatorias que faciliten el crecimiento del crédito. Tanto en Chile como en otros países se ha ajustado la regulación —entre ellas las normas de adecuación a los requerimientos de capital— para que esta no se transforme en un impedimento para el flujo de crédito. Por lo mismo, es importante procurar que los niveles de capitalización y liquidez del sistema financiero no se deterioren, 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.

Por último, será de gran importancia monitorear los impactos futuros de los mayores niveles de apalancamiento

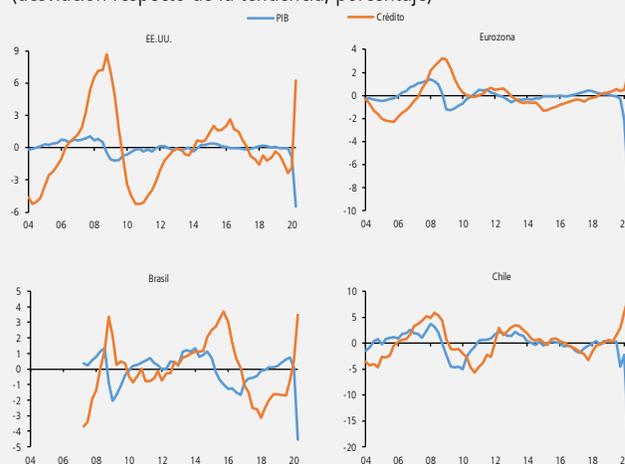
incurridos durante la crisis. Cabe recordar que los niveles de endeudamiento del sector corporativo de muchas economías desarrolladas y algunos países emergentes, ya antes de la crisis eran bastante elevados en términos históricos. En un escenario de riesgo en que la debilidad de la demanda perdure por un tiempo más prolongado, el mayor apalancamiento podría implicar un riesgo a la estabilidad financiera para algunas economías.

Conclusión

Las respuestas de política fiscal y monetaria implementadas en esta crisis han contribuido a aminorar parcialmente sus efectos económicos. El crédito bancario a empresas aumentó significativamente al comienzo de esta crisis, tanto en economías desarrolladas como emergentes, permitiéndoles financiar su capital de trabajo en un contexto de fuertes caídas de las ventas. El escenario de proyección de este IPoM asume que la liquidez seguirá disponible para que las empresas puedan tomar créditos, aunque no se descartan escenarios de riesgo negativos que deben seguir monitoreándose con atención.

Gráfico I.11

Ciclo de actividad y crédito (*)
(desviación respecto de la tendencia, porcentaje)



(*) Calculada como la diferencia entre el logaritmo del nivel del PIB y el crédito, respecto de una tendencia calculada a través de un filtro HP.
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Ver Autor *et. al.* (2020).

Tabla I.2

Principales medidas anunciadas por gobiernos y bancos centrales para el apoyo directo del crédito a empresas

País	Fiscales	% PIB	Monetarias	% PIB
Estados Unidos	Préstamos condonables a pequeñas y medianas empresas (PPP)	3,4	Crédito bancario (TALF, MSLP) y compra de bonos corporativos (PMCCF - SMCCF)	7,3
Alemania	Préstamos con garantías a nivel federal y estatal	25,3	Préstamos TLTRO del BCE. Refinanciamiento al sector bancario de largo plazo (hasta 3 años) condicional a préstamos empresas no financieras	--
Francia	Préstamos con garantías, incluye valor de reaseguración	15,2		
Italia	Préstamos con garantía, estimación del monto por parte del FMI	33,8		
España	Préstamos con garantía, excluye facilidades a hogares con bajos recursos	9,6		
Reino Unido	Préstamos con garantías	16,8	Préstamos TFSME. Refinanciamiento de hasta 6 años en línea con los programas de garantías del crédito vigentes por el gobierno	5,5
China	Apoyo a garantías, aumento crédito a Pymes, postergación de pagos y flexibilización de restricciones	--	Nuevos instrumentos, recortes de tasa y ratio de reservas, ampliación de líneas crediticias	--
Brasil	Garantías de crédito y financiamiento para pagar salarios	1,0	Más flexibilidad en regulación de créditos Agribusiness, préstamos garantizados por Financial Letters, repos a 1 año respaldados por el gobierno, nuevos depósitos a plazo con garantías especiales, préstamos respaldados por debentures, deducción encaje y capital condicionado a proveer crédito a Mipymes, creación línea especial para Pymes, uso de inmuebles como garantías	18,3
Chile	Aumento de capital por US\$3.000 millones en el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE)	1,1 (1)	Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC 1 y FCIC2) y Línea de Crédito de Liquidez (LCL)	14,1 (2)
Colombia	Fondo Nacional de Garantías	7,6	--	--
México	Créditos a Pymes (no garantizados)	0,2	Provisión de recursos a la banca para canalizar crédito a Mipymes y personas; facilidad de financiamiento a banca múltiple garantizada con créditos corporativos para financiar a Mipymes	1,4
Perú	Programa de garantías del Gobierno "Reactiva Perú", además de la creación y ampliación de otros fondos	9,4	--	--

(1) Corresponde al valor de la garantía anunciada para aumentar la liquidez de las empresas. (2) Porcentaje corresponde solo a FCIC1 y FCIC2. La LCL tiene como límite el encaje de cada empresa bancaria. Estas medidas se complementaron con un programa de compra de bonos bancarios.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Fondo Monetario Internacional, bancos centrales y oficinas de presupuesto.