



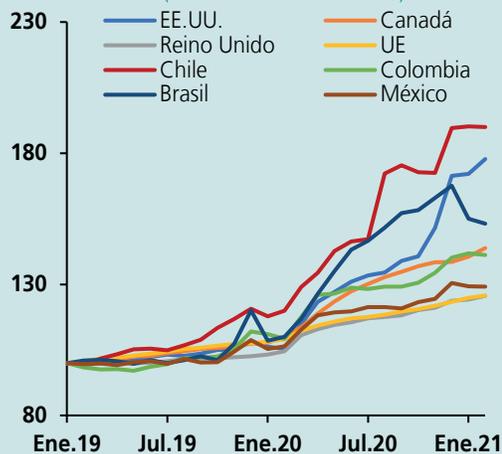
RECUADRO I.1:

Evolución de la liquidez en el contexto de la pandemia

Al igual que en muchos países, en Chile los diferentes agregados monetarios se han expandido significativamente en el curso de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, en particular los más líquidos. Las medidas de política extraordinarias implementadas en diversas jurisdicciones han implicado una inyección relevante de liquidez, la que se ha acumulado en activos de corto plazo, en un contexto de tasas de interés muy bajas y alta incertidumbre (gráfico I.17 y I.18, e IPoM, primer trimestre 2021). En la economía local se suman particularidades que ha incidido en estos movimientos, tales como la crisis social previa, los retiros de ahorros previsionales y el requerimiento de reserva técnica a los bancos. Este recuadro describe estos cambios en agregados monetarios para el caso de Chile, analiza las principales razones detrás de estos movimientos y llama la atención respecto de sus efectos sobre los mercados financieros.

GRAFICO I.17 MOVIMIENTOS M1

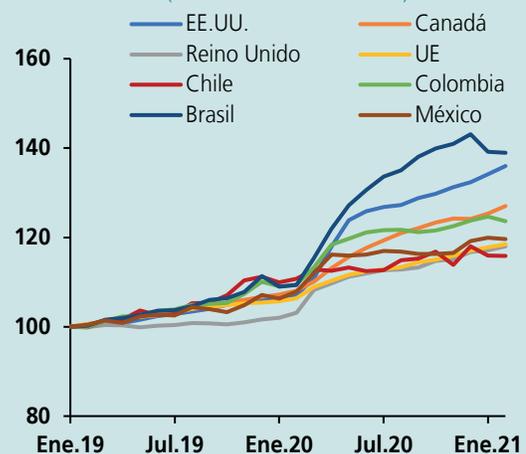
(índice ene.2019 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, Reserva Federal de St. Louis, Banco de la República de Colombia, Banco Central de Brasil y Banco de México.

GRAFICO I.18 MOVIMIENTOS M2

(índice ene.2019 = 100)



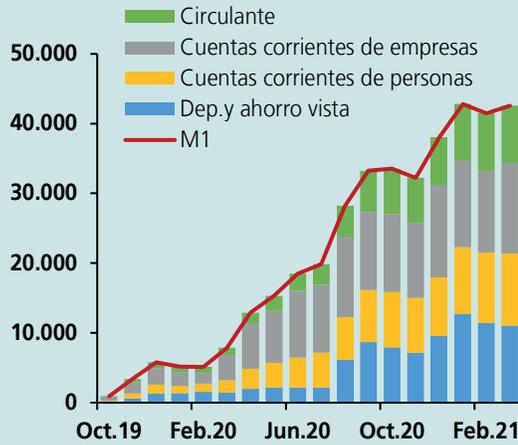
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, Reserva Federal de St. Louis, Banco de la República de Colombia, Banco Central de Brasil y Banco de México.

Descripción de la evolución de los principales agregados monetarios

En Chile, la base monetaria se duplicó durante el último año, lo que se asocia a un crecimiento del circulante (monedas y billetes que mantienen personas) de cerca de 70% y el encaje bancario (monedas y billetes disponibles en la caja de los bancos o depositados en el BCCh) del orden de 150%. Es así como, el agregado monetario más líquido, M1 -que se compone del circulante y de depósitos a la vista- creció cerca de 60%, empujado por el mencionado crecimiento del circulante y por un incremento en torno al 50% de los depósitos a la vista. Por su parte, el M2 -que incluye M1, depósitos a plazo (DAP) y bonos bancarios- ha experimentado un crecimiento más moderado, ya que la subida en el M1 ha sido compensada por una significativa caída de los DAP y de los bonos bancarios durante la implementación de medidas para asegurar la liquidez de los mercados (gráficos I.19 y I.20).

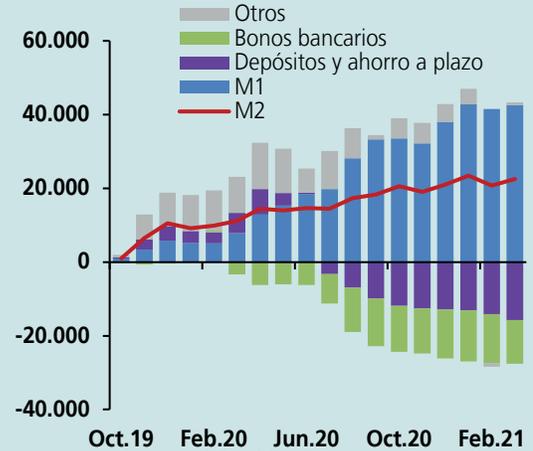


GRAFICO I.19 M1 Y SUS COMPONENTES
(saldo acumulado desde septiembre del 2019, millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO I.20 M2 Y SUS COMPONENTES
(saldo acumulado desde septiembre del 2019, millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Estos movimientos se dan en un contexto en que las tasas del mercado monetario se ubican en niveles históricamente bajos, lo que sugiere un incremento de la oferta y demanda de dinero. En particular, la tasa de los PDBC de 30 y 90 días se ubica 25 puntos base por debajo de la TPM. El resto de las tasas libres de riesgo también se ubican en niveles muy bajos. En particular, la swap a 1 año está en 0,75% y la de dos años cerca de 1.4%.

Determinantes de las variaciones en la oferta y la demanda

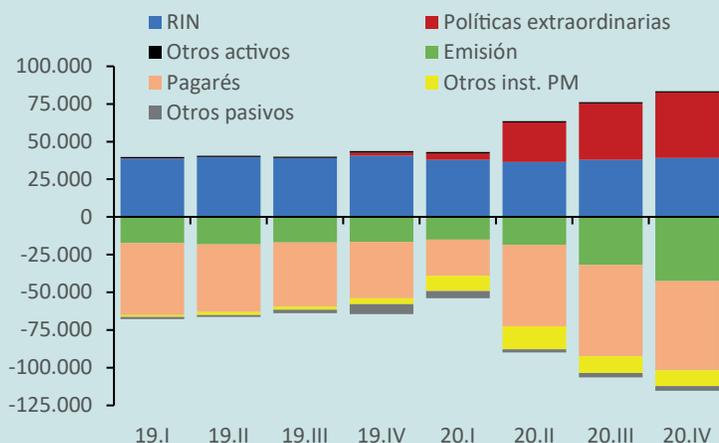
Detrás de estos movimientos en los agregados monetarios hay una serie de factores que han afectado tanto a la demanda como la oferta de dinero, así como de otros activos financieros de mayor liquidez.

Respecto de la demanda, la incertidumbre -que ha prevalecido desde el inicio de la crisis social a fines de 2019- junto con bajas tasas de interés, han incrementado la preferencia por instrumentos de menor riesgo y alta liquidez. A lo anterior, se suma el retiro de fondos previsionales, que totaliza cerca de US\$ 36.500 millones (13% del PIB), que ha reforzado dicha tendencia. En efecto, de los recursos retirados, una parte relevante permanece en activos de muy corto plazo, como son el circulante, las cuentas corrientes y cuentas vista (IPoM, primer trimestre 2021).

En cuanto a la oferta de dinero, han incidido de forma significativa las medidas adoptadas por el BCCh desde fines de 2019 para mantener una orientación de política monetaria expansiva, proveer liquidez en mercados y contribuir a un adecuado flujo del crédito (Capítulo I, IEF segundo semestre del 2020). Entre éstas, destaca la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), que ha canalizado cerca de US\$ 37.520 millones (14% del PIB), para estimular la expansión del crédito durante la crisis sanitaria (Recuadro III.1). Por su parte, para hacer frente a la mayor liquidez requerida por el retiro de fondos de pensiones, el BCCh implementó un programa de compra contado con venta a plazo (CC-VP) de bonos bancarios por un monto acumulado de US\$8.500 millones, y un saldo vigente de US\$440 millones. Ambos instrumentos aportan liquidez a la economía, expandiendo la oferta de dinero, mientras las tasas de interés se mantienen en un nivel coherente con orientación de política monetaria.



GRAFICO I.21 BALANCE CONTABLE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, se debe notar que el incremento del circulante y reservas exigidas, en conjunto ha sido mayor que el del M1, dado el requerimiento de la reserva técnica asociada al aumento de los depósitos vista, lo que implica una reducción del multiplicador monetario^{1/}. Por otra parte, el aumento del circulante ha respondido a incrementos de la demanda por efectivo de las personas a raíz de la crisis social, primero, y los retiros de ahorros previsionales, después. Es así como la tasa de crecimiento anual de emisión de billetes y monedas pasó de un 5% a 40% en lo más reciente.

Efecto en las tasas de interés y los balances del Banco Central y los bancos comerciales

La acción del BCCh ha permitido acomodar el importante aumento de la demanda por liquidez y mantener el costo de financiamiento en niveles históricamente bajos. En particular, destaca el impacto de la FCIC, que al entregar financiamiento a la banca a 0,5% por un plazo de hasta 4 años, condicional a una evolución positiva del crédito, ha llevado a los bancos comerciales a disminuir los DAP como fuente de fondeo, presionando a la baja las tasas de corto y de mediano plazo. En este contexto, los agentes no bancarios han aumentado fuertemente su demanda por otros activos líquidos, en especial por PDBC (gráfico I.21). El Banco Central de Chile ha respondido aumentando la emisión de estos instrumentos de manera que la tasa de interés de muy corto plazo se ubique dentro del corredor establecido por la FPD y la FLIP (+/- 25 pb en torno a la TPM) de manera que las condiciones financieras sean coherentes con la orientación de la política monetaria.

Estos fenómenos se han visto intensificados desde mediados de 2020 por el efecto de los retiros de ahorros previsionales. En particular, el bajo costo alternativo del dinero y el tiempo natural que toma a los agentes a decidir qué hacer con sus recursos, ha generado un aumento adicional, probablemente transitorio, de los depósitos vista^{2/}, presionando aún más las tasas de corto plazo a la baja y aumentando el M1.

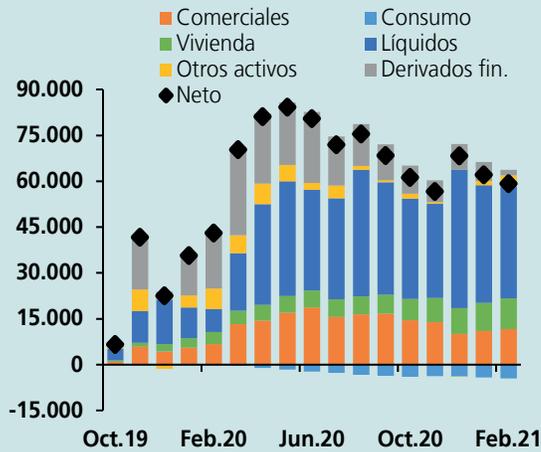
Hacia adelante, la naturaleza transitoria de las políticas y eventos citados sugiere que, en la medida que la FCIC se amortice y otras medidas implementadas vayan venciendo, va a aumentar las emisiones de financiamiento a través de instrumentos más largos, como es el caso de los depósitos a plazo. Asimismo, ante una reducción de

^{1/} Esto se explica por el requerimiento de constituir reserva técnica por el monto de saldos vista que superen 2,5 veces el capital efectivo de los bancos. Esta reserva es la contraparte de la garantía del BCCh para estas operaciones. Es así como, operaciones a la vista en los bancos, una vez superado el límite, no constituyen una fuente de financiamiento para la expansión del crédito, lo que afecta a bancos con menor base de capital relativa al tamaño de dichas operaciones.

^{2/} En general, usuarios de este tipo de cuentas estarían en quintiles de menores ingresos, que a su vez poseen una menor tendencia a usar alternativas de ahorro bancario más largos, entre ellos depósitos a plazo (CMF, 2016).

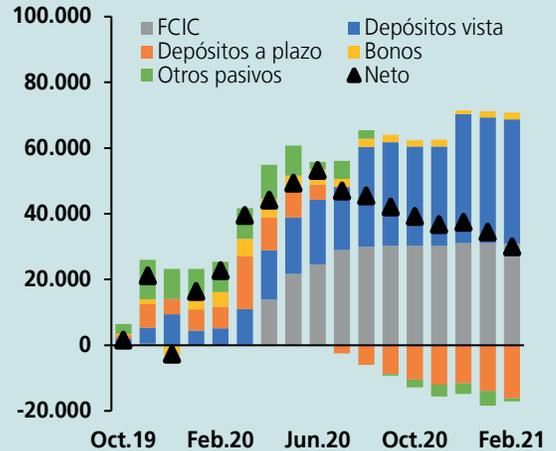


GRAFICO I.22 CAMBIOS EN ACTIVOS DE LA BANCA ACUMULADOS DESDE SEP.19 (*)
(millones de dólares)



(*) Se netean cambios en posiciones de derivados y se dejan en posición activa.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRAFICO I.23 CAMBIOS EN PASIVOS DE LA BANCA ACUMULADOS DESDE SEP.19
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

las restricciones sanitarias, se espera que las decisiones postergadas de gasto e inversión se reactiven, reduciendo así los montos acumulados en ahorro líquido durante la emergencia sanitaria. En tanto, la demanda por ahorro de mayor plazo podría reactivarse con tasas de interés que se vayan normalizando. Con ello, se reducirían las presiones sobre la reserva técnica y tenencia de activos líquidos de la banca, manteniendo el espacio para el otorgamiento de créditos.

La implementación de facilidades para mantener el crédito, los retiros de ahorros previsionales y la gestión de liquidez de las propias entidades bancarias han provocado un aumento significativo en el tamaño y composición del balance del sector bancario y del BCCh. Los bancos han aumentado sus activos líquidos, así como también sus colocaciones comerciales, esto último principalmente por los programas FOGAPE-Covid y Reactiva, que han permitido otorgar créditos a empresas de menor tamaño por cerca de US\$15.000 millones. En tanto, frente a la mayor incidencia de depósitos vista, asociados a recursos de los retiros de fondos de pensiones, los bancos han debido constituir una cantidad relevante de reserva técnica, que representa más del 70% del incremento de los activos líquidos, desde septiembre del 2019 a la fecha. Por otra parte, los depósitos a plazo han disminuido de manera relevante, en contraste con el aumento de los saldos vista y FCIC (gráfico I.23 y Capítulo III).

Como contrapartida, el despliegue de las diferentes políticas también ha afectado la estructura del balance del BCCh, el que duplicó su tamaño, pasando a representar cerca de un 30% del PIB. Esto como consecuencia de los distintos programas, algunos con incidencia por un período corto (como los programas de swap de divisas, de repos, de CCVP y de compra de depósitos), y otros por un plazo mayor (compra de reservas internacionales, compra de bonos bancarios y las FCIC). En particular, en el caso de la FCIC, se han extendido los colaterales, admitiendo cartera de colocaciones. De esta manera, la cartera de créditos de la banca como colateral alcanza un 20% del total de los activos del BCCh a marzo del 2021. A su vez, el BCCh se ha transformado en un acreedor relevante de la banca, participando en un 10% en los pasivos de estas entidades. Este financiamiento se prolongará en lo grueso hasta 2024, lo que otorga un horizonte razonable para la gestión de estos pasivos conforme se normalicen las condiciones financieras.



Desafíos futuros

En la medida que la situación macro-financiera se normalice, el BCCh cuenta con los instrumentos adecuados para transitar hacia una normalización de la liquidez del sistema. Para ello, será importante identificar los cambios que se vayan produciendo en la demanda de dinero, de modo de asegurar un ajuste consistente de la oferta, evitando movimientos no deseados de los precios de activos. Dado que esta demanda está influenciada por factores idiosincráticos a la actual crisis -incertidumbre y restricciones al consumo-, su monitoreo no será un ejercicio trivial. Por su parte, será también importante que la banca haga los ajustes necesarios en sus posiciones de liquidez en el futuro ante el vencimiento de las facilidades y para hacer frente a la normalización de las condiciones del mercado monetario. Con todo, al igual que en ocasiones anteriores, el BCCh tomará en cuenta los efectos de estos ajustes en los mercados financieros, para que este proceso sea ordenado y coherente con la orientación de la política monetaria y la preservación de la estabilidad financiera.