



Revisión de Crisis Pasadas:

Respuestas de Política Monetaria y Financiera en Chile y el Mundo

Gabriela Contreras

I. Introducción

Esta minuta revisa las respuestas de política monetaria y financiera de bancos centrales en Chile y en mundo para enfrentar los últimos episodios de turbulencia financiera, a partir de la crisis financiera global hasta la crisis producto de la pandemia de Covid-19. Para la experiencia internacional nos centramos en la respuesta de la Reserva Federal de EE.UU. y del Banco Central Europeo.

Es importante distinguir que, según la naturaleza detrás de las crisis financieras, los bancos centrales han aplicado dos tipos de medidas para enfrentar estos eventos. Por un lado, ante episodios donde el sistema financiero es un amplificador de los shocks que originan las crisis, el accionar de los bancos centrales se ha centrado en ayudar a recapitalizar los bancos para así evitar una contracción más profunda del crédito. En cambio, frente a crisis ocasionadas por shocks reales, las autoridades monetarias han buscado no solo otorgar liquidez al mercado sino, además, facilitar el crédito para que el sistema financiero cumpla un rol de amortiguador del ciclo económico. Mientras que la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana europea son ejemplos del primer tipo de eventos, la crisis del Covid-19 corresponde al segundo caso.

La estructura de esta minuta se presenta a continuación. En las siguientes tres secciones se presenta la experiencia de un banco central, partiendo por la Reserva Federal de EE.UU., siguiendo con el Banco Central Europeo y terminando con el Banco Central de Chile. Por último, la sección 5 concluye.

II. Respuestas ante Crisis de la Reserva Federal de EE. UU.

II.a. Crisis Financiera Global

La reacción de política monetaria de la Reserva Federal ante la crisis financiera global incluyó tanto medidas convencionales como no convencionales que buscaron contener el pánico, evitar el colapso del mercado financiero y mantener operativo el canal de transmisión de la política monetaria.

Como medida de política monetaria convencional, la Fed recortó escalonadamente su tasa de interés de referencia desde 5.25% en septiembre de 2007 a su límite inferior (0 a 0.25%) en diciembre de 2008. Ante una necesidad de un mayor impulso monetario, se aplicaron las siguientes cinco medidas no convencionales: operaciones de préstamos no convencionales, rescate a instituciones claves para el sistema financiero, aplicación y publicación de pruebas de estrés de principales instituciones financieras, compra de activos, y la orientación futura de la política



monetaria (de aquí en adelante, *forward guidance*). A continuación, se detalla cada medida, sus objetivos y magnitudes.

En primer lugar, las operaciones de préstamos se basaron en la ampliación del acceso a préstamos por parte de distribuidores primarios y fondos mutuos del mercado monetario, la ampliación de la gama de activos aceptados como colateral, la extensión de plazos de préstamos, el otorgamiento de préstamos de títulos públicos líquidos a cambio del pago de una prima para que pudieran usarse como colaterales de crédito, y operaciones swap con los principales bancos centrales del mundo para proveer de liquidez en dólares a los mercados internacionales.

Para evitar mayores quiebras en la economía, se rescataron instituciones claves para el sistema financiero mediante préstamos extraordinarios y compromisos de préstamos contingentes que facilitarían adquisiciones. La Reserva Federal realizó estos rescates en forma individual o coordinada con instituciones privadas, el Tesoro o la Corporación Federal de Seguro de Depósitos.

En tercer lugar, la aplicación y publicación de pruebas de estrés a las principales instituciones financieras consistió en evaluar las necesidades de capital y disponer fondos del Programa de Alivio para Activos en Problemas (TARP, por su sigla en inglés) en el caso que no se dispusiera de inyecciones privadas de capital.

Una de las medidas más importantes fueron las compras de activos a gran escala (LSAP, por su sigla en inglés), las que consistieron en programas de compra y un programa de extensión de madurez (MEP, por su sigla en inglés). Entre noviembre de 2008 y diciembre de 2009, se compraron US\$1.75 trillones (12% del PIB) en títulos respaldados por hipotecas emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac y títulos del gobierno mediante el LSAP-1. Luego, entre noviembre de 2010 y junio de 2011, se adquirieron US\$600 billones (4% del PIB) en títulos públicos a través del LSAP-2. A continuación, entre septiembre y diciembre de 2012, se realizaron compras por un 4% del PIB en títulos públicos con vencimientos a 6-30 años y ventas por el mismo monto de títulos públicos con vencimientos a 1-3 años en el contexto de MEP. Finalmente, por medio del LSAP-3 entre septiembre de 2012 y octubre de 2014, se compraron mensualmente títulos respaldados por hipotecas emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac y títulos públicos.

Por último, las políticas de *forward guidance*, consistentes en la comunicación de la senda futura de la tasa de política monetaria de referencia, fueron volviéndose más explícitas con el paso del tiempo. Es así como la mención a la mantención de la tasa de referencia en su límite inferior pasó de ser “durante algún tiempo” a “por un período extendido” entre diciembre de 2008 y marzo de 2009, hasta finalmente explicitarse en diciembre de 2012 que esto ocurriría hasta que el desempleo cayera bajo 6.5% y la inflación proyectada fuera menor a 2.5%.

II.b. Crisis Covid-19

Aportes de liquidez:

Para enfrentar la crisis del Covid-19, la Fed redujo su tasa de interés de referencia en 1.5 puntos porcentuales hasta su límite inferior en marzo de 2020. En forma adicional, incluyó *forward guidance* en sus comunicados, anunciando que se espera que la tasa se mantenga en un rango de 0 a 0.25% hasta que los miembros del Comité estén seguros de que la economía ha resistido los acontecimientos recientes y está en camino de alcanzar sus objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios.



Como políticas de apoyo al mercado financiero, la Fed comenzó a realizar compras mensuales por US\$80 billones en bonos del Tesoro y por US\$40 billones en títulos respaldados por hipotecas residenciales y comerciales. También se otorgaron facilidades de crédito a distribuidores primarios y de facilidades de liquidez para fondos mutuos del mercado monetario. A esto se sumó, la extensión de las operaciones repo por US\$1 trillón en repos a un día, US\$500 billones en repos a un mes y US\$500 billones en repos a tres meses.

Por último, la Fed redujo las presiones internacionales sobre el mercado monetario a través de operaciones swap con los principales bancos centrales del mundo y de facilidades repo a autoridades monetarias extranjeras e internacionales (FIMA) que no tuvieran establecida una línea swap.

Medidas orientadas hacia el crédito:

La Fed también buscó incentivar a que las instituciones financieras aumentaran el crédito. Para esto se redujo la tasa de interés por préstamos desde su ventana de descuento de 2,25% a 0,25% y se relajaron temporalmente las regulaciones para que los bancos pudieran recurrir a sus reservas regulatorias de capital y liquidez.

Adicionalmente, se aplicaron medidas más focalizadas a empresas, hogares y gobiernos municipales y estatales. El apoyo a las empresas consistió en préstamos directos por hasta US\$750 billones en deuda corporativa, facilidades de financiamiento de papeles comerciales y créditos a 5 años a Pymes e instituciones sin fines de lucro por hasta US\$600 billones. El respaldo a hogares y consumidores consistió en la facilidad de préstamos de valores garantizados por activos a plazo (TALF, por su sigla en inglés) mediante la cual se otorgan préstamos por hasta US\$100 billones a tenedores de valores respaldados por activos garantizados por nuevos préstamos. Finalmente, el apoyo a gobiernos municipales y estatales consistió en préstamos directos y facilidades de liquidez por hasta US\$500 billones.

III. Respuestas ante Crisis del Banco Central Europeo

III.a. Crisis Financiera Global

Como consecuencia de la crisis financiera global, el BCE redujo su tasa de interés de referencia desde un 3,25% en octubre de 2008 hasta un 0% en julio de 2012. Adicionalmente, se inyectó liquidez al sector bancario a través del incremento de principales operaciones de liquidez, operaciones de refinanciamiento a largo plazo (LTRO) que amplían los plazos de créditos otorgados a bancos a tres, seis y doce meses, la ampliación de la gama de colaterales que se aceptan en operaciones de refinanciamiento, la compra de bonos de instituciones financieras respaldados por una cartera de préstamos, y swaps con los principales bancos centrales con el objetivo de proveer liquidez en dólares.

III.b. Crisis de Deuda Soberana

La crisis de deuda soberana de la Zona Euro hizo necesario que el BCE comenzara tratando de reestablecer la confianza en la viabilidad de la unión monetaria. Con este fin, entre los años 2010 y



2012, compró €218 billones en bonos en el mercado secundario de Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España a través del Security Market Program. También, realizó por primera vez operaciones monetarias sin restricciones (OMT), que le permitieron comprar bonos soberanos en el mercado secundario a cambio de una serie de condiciones por parte del país beneficiado. Por último, se otorgaron préstamos de largo plazo (LTRO) con plazo de 3 años.

A continuación, entre 2013 y 2018, el BCE implementó una serie de políticas expansivas no convencionales para enfrentar la falta de liquidez. En primer lugar, el ECB introdujo *forward guidance* en sus comunicados de política monetaria, comprometiéndose a mantener la tasa de interés de referencia en su límite inferior por un período prolongado. Más allá, este límite inferior llegó a niveles negativos de -0.1% en abril de 2014 y, luego, de -0.4% en marzo de 2016. Además, entre octubre de 2014 y diciembre de 2018, se realizaron compras de €2,6 trillones (23% del PIB de la Zona Euro) en bonos soberanos, bonos garantizados, bonos corporativos y en valores respaldados por activos.

Por último, el BCE implementó un programa focalizado de préstamos a largo plazo (T-LTROs) consistente en repos a 4 años por carteras de créditos al sector corporativo no financiero y a personas.

III.c. Crisis Covid-19

Aportes de liquidez:

A raíz de la crisis del Covid-19, el BCE redujo su tasa de interés de referencia a -0,5% en enero de 2021. Junto a esto, los comunicados de política monetaria incluyeron nuevamente *forward guidance*, explicitando que la tasa se mantendría en su límite inferior durante un largo período. Estas medidas fueron acompañadas por compras de activos por €20 a €140 billones mensuales en bonos soberanos, regionales, corporativos, valores respaldados por activos y bonos garantizados. Además, se instauró un programa de compras de emergencia por hasta €1350 billones en bonos soberanos, de gobiernos regionales y de privados.

Medidas orientadas hacia el crédito:

Adicionalmente, el BCE implementó incentivos para que las instituciones financieras otorgaran más préstamos mediante la ampliación de T-LTROs, consistente en préstamos a tres años a una tasa de -0,5% por créditos a consumidores y empresas de la Zona Euro. También, se implementaron los LTROs de emergencia (PELTRO) con aportes de liquidez a bancos y fondos del mercado monetario, se relajó temporalmente los requisitos de capital, se flexibilizó la clasificación de préstamos morosos, y se amplió la gama de activos que se aceptan como garantía.

IV. Respuestas ante Crisis del Banco Central de Chile

IV.a. Crisis Financiera Global

Las intervenciones realizadas por el Banco Central de Chile (BCCh) para contener los efectos de la crisis financiera global tuvieron como objetivo entregar liquidez en moneda nacional y destrabar la liquidez en moneda extranjera. Además de reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde un 8.25% en enero de 2009 a un 0.5% en julio de ese mismo año, se llevaron a cabo una serie de



medidas no convencionales. La principal de éstas últimas fue la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) que se aplicó entre julio de 2009 y mayo de 2010 y consistió en otorgar liquidez a bancos a 90 y 180 días a tasa fija de un 0.5%, aceptando como activos instrumentos del Banco Central, depósitos a plazo y letras hipotecarias bancarias. Su monto total fue de US\$6,5 billones, equivalente a un 40% del capital y reservas del sistema bancario. Además, el BCCh implementó programas de swaps de monedas, aceptó depósitos a plazo como colateral para operaciones de crédito con el BCCh, amplió los plazos de estas operaciones de crédito, y flexibilizó la constitución del encaje en moneda extranjera.

IV.b. Estallido Social

Para hacer frente a la excesiva volatilidad del tipo de cambio tras los eventos del estallido social en Chile, entre noviembre de 2019 el BCCh implementó un programa de ventas de divisas con ventas en el mercado spot de hasta US\$10 billones y venta de instrumentos de cobertura cambiarias de hasta US\$10 billones. Estas medidas buscaron proveer de liquidez a los mercados de dólares y pesos y lograr un ajuste ordenado tras los significativos e inesperados cambios de portafolio por parte de agentes del mercado.

IV.c. Crisis Covid-19

Aportes de liquidez:

Como consecuencia de la crisis sanitaria producto del covid-19, el BCCh adoptó medidas especiales que otorgaran liquidez al mercado. Además de reducir la TPM de un 1,75% a un 0,5% en marzo de 2020, se comenzó a publicar el corredor de tasas brindando de esta forma *forward guidance*. También, entre marzo de 2020 y enero de 2021, se extendió la venta de divisas y de operaciones FX-swap para proveer una mayor liquidez en dólares, donde el primer programa consistió en la venta en el mercado spot y de NDF de US\$10 billones cada uno y el segundo en operaciones por US\$4 billones.

Además, el BCCh llevó a cabo medidas para aumentar la liquidez en pesos en la economía. Desde marzo de 2020, el BCCh compro de bonos bancarios por hasta US\$8 billones para contener los efectos de eventos de alta volatilidad en el mercado de renta fija. A partir de junio de 2020 y con una duración de 6 meses, se realizaron compras de bonos bancarios y del BCCh por hasta US\$8 billones a través del Programa Especial de Compra de Activos. Finalmente, entre enero y mayo de 2021, el BCCh flexibilizó temporalmente los requerimientos de liquidez para bancos y realizó operaciones repo.

Por último, para fortalecer las líneas de financiamiento internacional con los principales bancos centrales del mundo, en mayo de 2020, el BCCh logró acceso a una línea de crédito flexible desde el FMI por un total de US\$23,9 billones. Luego, en junio de 2020, el BCCh se inscribió en el servicio de Temporary FIMA Repo Facility otorgado por la Reserva Federal de EE.UU. permitiendo una mayor flexibilidad para acceder a operaciones swap de divisas. Finalmente, en julio de 2020, se logró un acuerdo bilateral de swap de moneda Renminbi-Peso con el Banco Popular de China equivalente a US\$7,1 billones.



Medidas orientadas hacia el crédito:

Con el fin de entregar liquidez a la economía, apoyar el flujo de crédito y la transmisión de la política monetaria, el BCCh puso a disposición de todas las empresas bancarias con colocaciones comerciales y/o de consumo tres facilidades de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC). Estas consisten en líneas financieras especiales con recursos e incentivos para que las empresas bancarias continúen financiando y refinanciando créditos a hogares y empresas, rigiendo la menor Tasa de Política Monetaria del período de vigencia del programa.

En marzo de 2020 y con una duración de 6 meses, se creó la FCIC1 con una línea inicial por un monto correspondiente al 3% de la cartera base y una línea complementaria según el incremento observado en las colocaciones y cuántos recursos se han destinado a empresas de menor tamaño. Como colateral se permitieron títulos de crédito del BCCh o de la Tesorería General de la República, títulos de crédito de renta fija emitidos por empresas bancarias, títulos de venta inscritos en el Registro de Valores y colocaciones comerciales de la cartera individual de alta calidad crediticia. Complementariamente, se activó bajo las mismas condiciones del FCIC, una Línea de Crédito de Liquidez (LCL) en moneda nacional, cuyo límite corresponde al encaje promedio en pesos de cada banco. Ambas sumaron un monto total de US\$24 billones.

En julio de 2020 y con una duración de 8 meses, se abrió la FCIC2, orientada a extender y profundizar el programa anterior. El monto total fue de US\$16 billones, con un límite de US\$4 billones por banco. A los colaterales permitidos por la FCIC1, se le sumaron créditos de la cartera comercial de evaluación individual clasificada en categoría A4. En caso de no haber utilizado completamente el FCIC1, deben renunciar al saldo remanente.

Por último, en marzo de 2021 y con una duración de 6 meses, comenzó la FCIC3 para completar la ejecución de este instrumento, y profundizar y extender aún más el crédito en el contexto de la emergencia sanitaria. El monto total consistió en US\$10 billones, equivalente al remanente no desembolsado en las FCIC1 y FCIC2, con un límite de US\$2 billones por banco. Está vinculado al flujo de créditos a empresas con ventas menores a un millón de UF, y con una mayor ponderación para créditos nuevos y reprogramaciones con garantía FOGAPE-Reactiva. A los colaterales de la FCIC2 se le adicionó toda la cartera comercial de categoría A5 y A6 con alguna modalidad de garantía estatal. En caso de que la FCIC3 se ejecute completamente, sólo por esta vía el BCCh va a haber aportado liquidez equivalente a un 15% del PIB aproximadamente.

V. Conclusiones

Esta minuta revisa las respuestas de política monetaria y financiera de la Reserva Federal de EE.UU., del Banco Central Europeo y del BCCh para enfrentar los eventos de turbulencia financiera a partir de la crisis subprime de 2007. En primer lugar, se puede concluir que estos eventos han requerido que los bancos centrales extiendan sus herramientas de política monetaria convencional para incluir medidas no convencionales.

En segundo lugar, ante episodios como la crisis financiera global o la crisis de deuda soberana donde el sistema financiero ha cumplido un rol de amplificador de los shocks que originan estos eventos, el accionar de los bancos centrales se ha centrado en ayudar a recapitalizar los bancos para así evitar



una contracción más profunda del crédito. Estas medidas han incluido operaciones de préstamos no convencionales, rescate a instituciones claves para el sistema financiero, aplicación y publicación de pruebas de estrés de principales instituciones financieras, compra de activos, y la orientación futura de la política monetaria o *forward guidance*.

En cambio, frente a crisis ocasionadas por shocks reales, como los efectos de las restricciones de movilidad que ha significado la pandemia de Covid-19, las autoridades monetarias han buscado facilitar el crédito para que el sistema financiero cumpla un rol de amortiguador del ciclo económico. Dentro de este segundo tipo de medidas destacan la Facilidad de Préstamo de Valores Respaldados por Activos a Plazo (TALF) de la Fed, los programas focalizados de préstamos a largo plazo (T-LTROs) del BCE y las facilidades de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC) del BCCCh.