



Capítulo 4

Interacción de las Políticas Monetaria y Financiera

Bernabé López-Martin y Mauricio Calani
Enero, 2022

Estructura Separata 2021

Capítulo 1. Introducción y mensajes principales

Capítulo 2: Consideraciones Macroeconómicas del Sistema Bancario

Capítulo 3: Descripción y Evolución de la Intermediación Financiera en Chile

Capítulo 4: Interacción de Políticas Monetaria y Financiera

1. Interacción entre las PM y PF: Una Introducción
2. Marcos de PM y PF del BCCh: Síntesis
3. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos Normales
4. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos de Crisis

Descripción del Capítulo

- El 2020 se publicaron los documentos Marcos de **Política Monetaria** y **Política Financiera** del BCCh. El 2021 se publica el documento de Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC).
 - Esta separata se construye sobre, complementa y extiende puentes entre estos documentos.
- Se distingue entre **tiempos normales** y **tiempos de crisis**, para dar claridad a la distinción de objetivos y herramientas.
 - En **tiempos normales** la PM tiene como foco la estabilidad de precios, para lo cual se apoya en la TPM, y la PF contribuye a la estabilidad financiera, siendo uno de sus instrumentos el RCC.
 - En **tiempos de crisis** surge, además, la necesidad de implementar políticas no convencionales, buscando preservar el normal funcionamiento del sistema financiero, apoyando la transmisión de la PM, y la recuperación de la economía.
- El diseño de las políticas no convencionales dependen del tipo de crisis: descripción políticas CFG y Crisis Covid-19.

Capítulo 4 – Mensajes Principales

- Estabilidad financiera y un sistema financiero desarrollado son importantes para transmisión de la PM. Inflación baja y estable, y entorno macroeconómico estable favorecen desarrollo mercados financieros y facilitan implementación de la PF.
- Los bancos centrales usualmente cuentan con distintos instrumentos para los objetivos de estabilidad de precios y financiera. Sin embargo, existen interacciones.
- Importancia de conducción coherente de ambas políticas.
- En general, la coordinación de PM y PF presenta desafíos mayores en tiempos normales, cuando ciclos de crédito y económico pueden no coincidir.

Capítulo 4 – Mensajes Principales (cont.)

- La distinción entre PM y PF se hacen más difusa en tiempos crisis.
- El diseño de políticas no convencionales difiere en función del tipo de crisis y el rol del sistema financiero, el que puede estar en el origen de la crisis y su amplificación, o alternativamente, ser parte y vehículo de las medidas de política
 - En la CFG, las políticas buscaron asegurar el normal funcionamiento y la liquidez en los mercados financieros, apoyar un desapalancamiento cuidadoso de los agentes involucrados, y evitar la quiebra de instituciones y una contracción abrupta del crédito.
 - En una crisis real como la de Covid-19, las políticas desplegadas se apalancaron en el crédito para potenciar el rol del sistema financiero como amortiguador del shock.
- En Chile las políticas han respondido en escala y forma inédita para mitigar riesgos y contener efectos para la economía. Se enfatiza el valor de la coordinación inter-institucional.

Interacción de Políticas Monetaria y Financiera

- 1. Interacción entre la PM y la PF: una Introducción**
2. Marcos de PM y PF del BCCh: Síntesis
3. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos Normales
4. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos de Crisis

Interacción entre la PM y PF del BCCh: una introducción

- El sistema financiero tiene un rol crucial en una economía moderna. Sin embargo, bajo ciertas circunstancias, puede ser fuente/amplificador de shocks.
 - Lecciones de la CFG sobre vínculos macro-financieros, y sobre el énfasis regulatorio/prudencial
- La PF de un país incluye la política micro y macro-prudencial
 - La política macroprudencial establece estándares de solvencia y seguridad en el sistema financiero como un todo, considerando riesgos de interconexión y prociclicidad.
 - Nueva institucionalidad en Chile: Ley General de Bancos de 2019.
- Cambios en la PF pueden afectar el objetivo de la PM, y viceversa. Se destaca la necesidad de considerar implicancias cruzadas de una para la otra.
- Objetivos de PM y PF guardan coherencia.
 - Inflación baja, estable y predecible modera la volatilidad en capacidad de pago de agentes, y facilita la gestión de riesgos, facilitando el objetivo de estabilidad financiera.
 - Un sistema financiero estable y robusto, además de contribuir al adecuado traspaso de la PM, reduce la incidencia e impacto de crisis financieras

Recuadro 4.1: Coordinación de PM y PF y “*leaning against the wind*”.

- TPM se transmite a tasas de mercado, afectando el mercado del crédito.
 - Entonces, ¿podría emplearse con objetivo de estabilidad financiera?
- Balance de beneficios y costos, evidencia y argumentos en la literatura
 - Costos excederían beneficios
- Condicional a efectividad de política macroprudencial, beneficios serían menores
- Enfoque de PF en estabilidad financiera y de la PM en estabilidad de precios.
 - La TPM no es un instrumento que el BCCh use para precautelar la estabilidad financiera, aunque puede jugar un rol en eventos excepcionales de estrés financiero.

Interacción de Políticas Monetaria y Financiera

1. Interacción entre la PM y la PF: Una Introducción
- 2. Marcos de PM y PF del BCCh: Síntesis**
 - Marco de Política Monetaria
 - Marco de Política Financiera
3. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos Normales
4. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos de Crisis

- **Objetivos del BCCh establecidos en su Ley Orgánica Constitucional**
 - Velar por “la estabilidad de la moneda y normal funcionamiento de los pagos internos y externos.”
- **Síntesis de Marco de Política Monetaria.**
 - Esquema de metas de inflación sirve de ancla nominal, el que se complementa con flotación cambiaria.
 - Rol fundamental de la transparencia y comunicación.
 - Ha demostrado ser adecuado para la economía chilena. Rol contracíclico de la PM.
- **Síntesis de Marco de Política Financiera.**
 - Definición de estabilidad financiera, facultades y atribuciones del BCCh.
 - Relación con otros reguladores y autoridades que contribuyen a la mantención de la estabilidad financiera.
 - RCC como herramienta de política financiera.

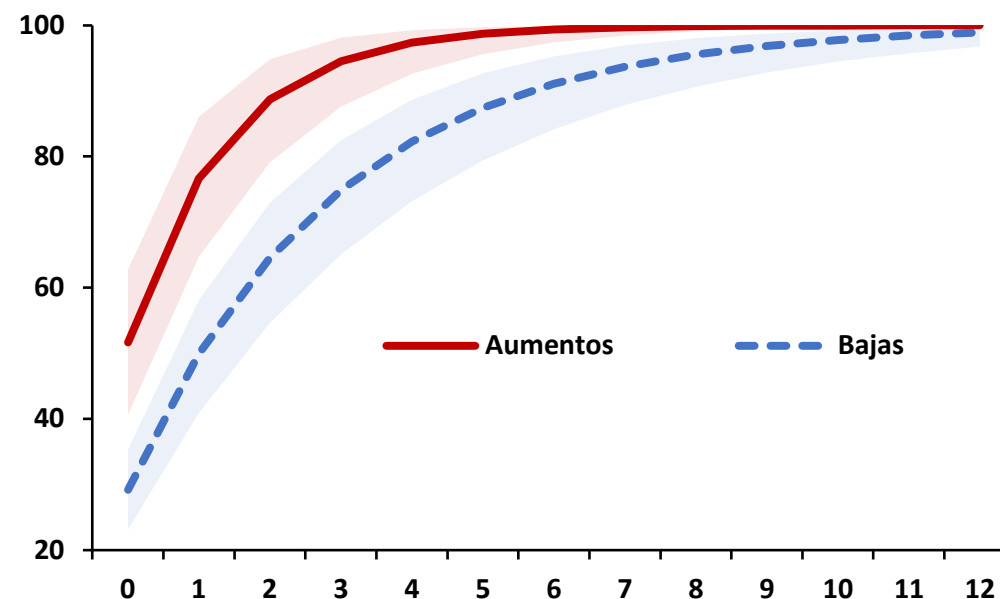
Interacción de Políticas Monetaria y Financiera

1. Interacción entre la PM y la PF: Una Introducción
2. Marcos de PM y PF del BCCh: Síntesis
- 3. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos Normales**
 1. TPM como instrumento de Política Monetaria
 2. RCC como Instrumento de Política Financiera
 3. Consideraciones de rol del RCC en la transmisión de la PM, y de TPM en la transmisión de la PF
4. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos de Crisis

TPM como Instrumento de PM

- Mecanismos de transmisión de la PM y rol de flotación cambiaria.
- Explicación de los rezagos en la transmisión de la PM.
- Importancia del sector bancario en la transmisión de cambios en TPM.
 - El traspaso de TPM a tasas de mercado es gradual, y puede ser distinto para aumentos y reducciones de la TPM
 - La mayor parte del traspaso se da al cabo de un trimestre

Traspaso de cambios en TPM en tasas colocación comercial 30-89 días promedio (porcentaje, meses)



Fuente: Martínez et al. (2021)

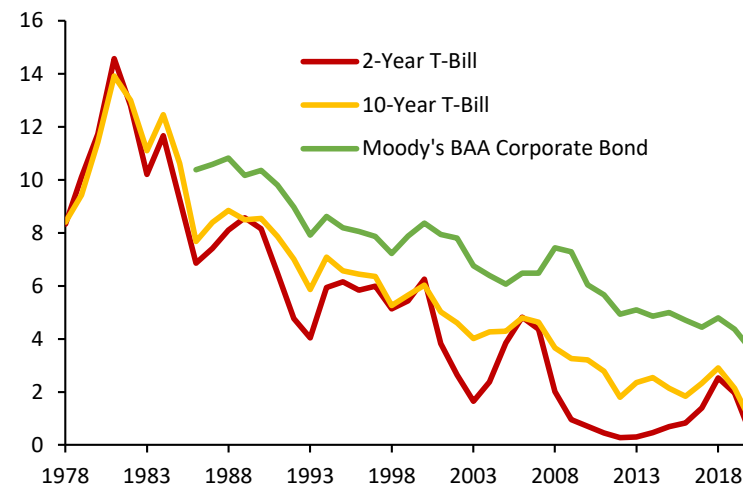
PM y PF en Tiempos Normales

Recuadro 4.2: Implicancias de la baja en las tasas de interés de largo plazo internacionales.

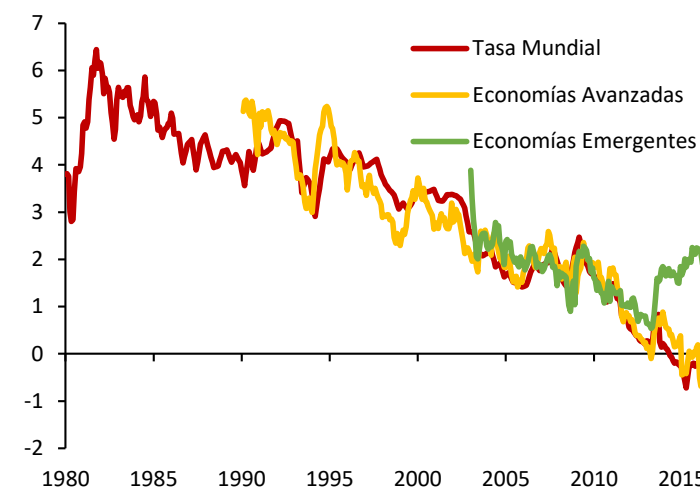
- Factores que contribuyeron a tendencia de caída de tasas de interés.
- Implicancias para economías pequeñas y abiertas, i.e. disponibilidad de crédito
- Incertidumbre sobre tendencia de largo plazo debido a coyuntura actual.

Tasas de interés internacionales (porcentaje)

(a) T-bills y bonos corporativos EE.UU



(b) Tasas largas reales en el mundo

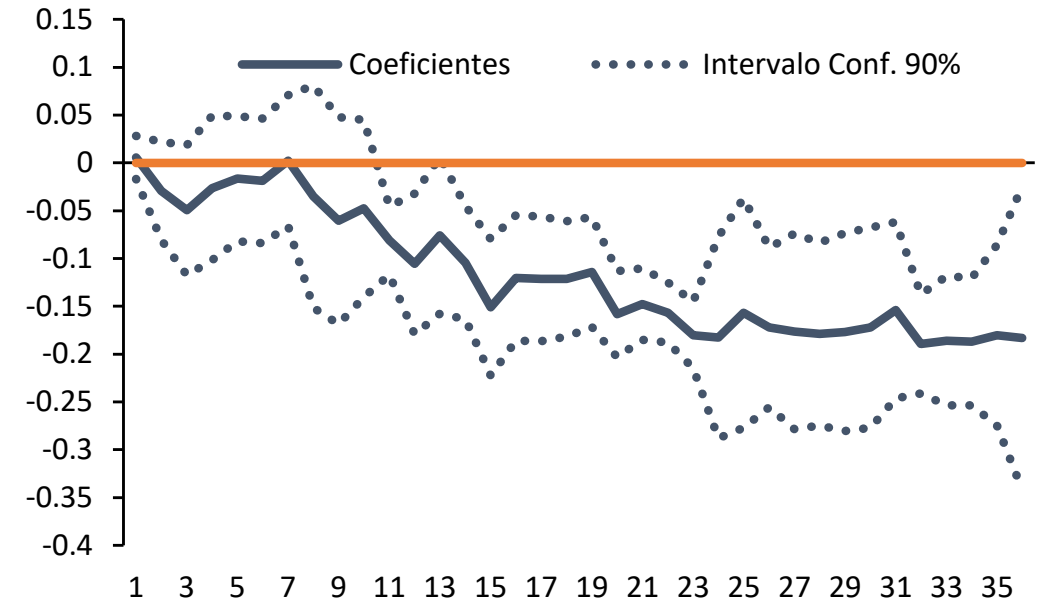


Fuentes: FRED, Rachel y Smith (2018)

Recuadro 4.3: Transmisión de la política monetaria a través de firmas.

- La inversión como canal de transmisión de la política monetaria.
 - Análisis a nivel micro
- Efecto de TPM en inversión se va acumulando, consistente con evidencia macro sobre rezagos de la PM
- Reacción de inversión puede ser diferente entre distintas firmas, e.g. es mayor para firmas mas chicas y jóvenes (usualmente las más restringidas financieramente)

Efecto de Cambios en la TPM en Inversión de las Firmas (horizonte hasta 36 meses, en %)



Fuente: Aruoba et al. (2021)

RCC como Instrumento de PF

- RCC es una de las herramientas a disposición del BCCh para conducir su PF. Su objetivo es **aumentar resiliencia** del sistema frente a escenarios de estrés severos, producto de la materialización de riesgos de carácter **sistémicos**, contribuyendo a reducir impacto sobre flujo de crédito, estabilidad financiera, y la economía en general.
- Carácter **prospectivo y contra-cíclico**. Activarse cuando diferentes antecedentes indican acumulación de riesgo sistémico, que suelen coincidir con fases expansivas de crédito. Desactivarse cuando riesgo se ha disipado o materializado.
- RCC es uno de los puntos más tangibles en adopción de los estándares de Basilea III
 - Reforma LGB 2019 contiene tres aspectos relevantes en modernización de regulación bancaria: (i) Integración SBIF-CMF, (ii) fortalecimiento mecanismos de intervención temprana, (iii) adopción de estándares de solvencia de acuerdo a Basilea III → **aumento sustancial (cantidad y calidad) de requerimientos de capital básico**.
- Implementación RCC: anclado en documento RCC publicado en 2021
 - Importancia de coordinación interna y externa.
 - Decisión del Consejo en base a conjunto amplio de antecedentes

- TPM no está pensada como herramienta de estabilidad financiera, ni RCC un instrumento con objetivo de estabilidad de precios (recuadro 4.1)
- Ambas herramientas tienen capacidad de afectar variables macro y por tanto afectar objetivo de la otra.
 - TPM afecta costo financiamiento y volumen de colocaciones
 - RCC afecta variables financieras y macro, afectando la inflación.
 - Regla de Tinbergen.
- Distinción entre tiempos normales y tiempos de crisis
 - **Tiempos normales:** potencialmente hay más probabilidad de conflicto entre herramientas.
 - **Tiempos de crisis:** menor conflicto de herramientas, e incluso la línea que divide PM y PF se hace más difusa.

PM y PF en Tiempos Normales

Recuadro 4.4: Uso de políticas macroprudenciales (PMaP): comparación internacional

- El menú de PMaP desplegadas por distintos países es bastante heterogéneo reflejando **diferentes necesidades y arreglos institucionales**.
- Comparación internacional es tarea compleja y debatible, aunque pueden extraerse algunos hechos estilizados. Últimos 20 años registran amplio avance de implementación de estas políticas en economías avanzadas y emergentes.
- Después de la crisis de 1982 Chile avanzó en implementar varias regulaciones que hoy calificarían dentro del set de PMaP documentadas en bases de datos internacionales.
- En lo que refiere a número de herramientas, Chile se parece más a EA que a EME. Al mismo tiempo las PMaP que afectan la apertura del sistema financiero tienen más similitud con EA que EME o países de la región.

PM y PF en Tiempos Normales

Recuadro 4.5: El RCC en un modelo estimado para Chile, y su interacción con la TPM

- Dentro de las herramientas cuantitativas para la decisión de activación del RCC, se considera un modelo de equilibrio general estimado de la economía Chilena
- Intermediación financiera en el centro del modelo: endeudamiento y existencia de impago lo hacen apropiado para responder preguntas relacionadas a RCC
- Rescata el trade-off que supone mayores requerimientos de capital en
 - a) disminuir el apalancamiento de bancos, la oferta de crédito, e impago; con
 - b) el beneficio que tiene el crédito en apalancar la inversión en capital y viviendas.
- Se ilustra a modo de ejemplo la respuesta de la economía ante un shock financiero, con una regla ilustrativa de RCC, y sin ella.

Interacción de Políticas Monetaria y Financiera

1. Interacción entre la PM y la PF: Una Introducción
2. Marcos de PM y PF del BCCh: Síntesis
3. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos Normales
- 4. Política Monetaria y Política Financiera del BCCh en Tiempos de Crisis**
 - Despliegue de Políticas y lecciones de la CFG
 - Respuestas de Política durante la Crisis Covid-19
 - Desafíos Futuros

- Rol que juega el sistema financiero puede diferir con naturaleza de las crisis
 - a. En el origen de la crisis o ser amplificador de efectos, p. ej. CFG
 - b. Ser un vehículo para despliegue de políticas de mitigación, p. ej. Crisis Covid-19
- Durante crisis, la PM puede verse restringida, ya sea por el mínimo técnico, o escenarios donde los mercados financieros no transmiten apropiadamente cambios en la TPM. Los BC recurren a herramientas alternativas dentro del marco legal de sus atribuciones
- Diseño de medidas no convencionales es específico a la naturaleza de la crisis (origen del shock) y objetivos

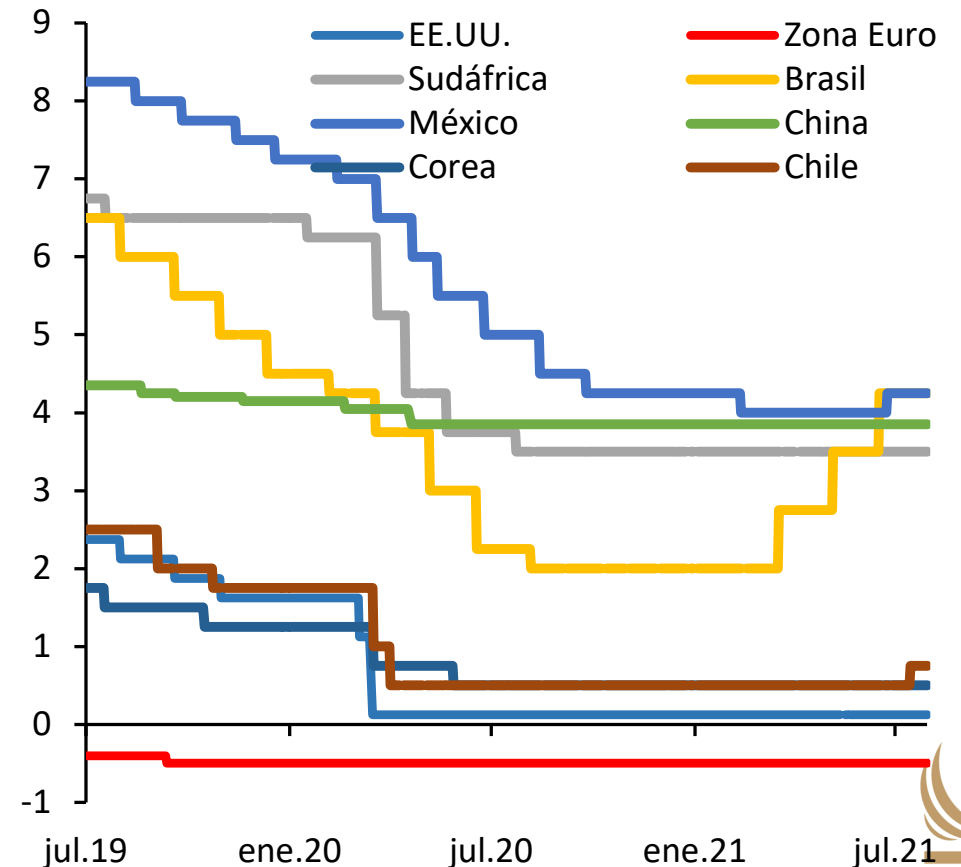
Despliegue de políticas durante la CFG.

- Objetivos: apoyar correcto funcionamiento de sistema de pagos, atender demanda por liquidez en mercados financieros, propiciar desapalancamiento cuidadoso, y mantener operativo el canal de transmisión de la PM apoyando el traspaso del fuerte impulso monetario.
- Descripción medidas (no) convencionales FRB, ECB, BCCh.
- Elementos clave en la primera respuesta
 - i. **Anticipación:** Valor del monitoreo de los mercados financieros, implementación de políticas macroprudenciales, etc.
 - ii. **Oportunidad:** No perder de vista amplificación
 - iii. **Flexibilidad:** Adaptación a la naturaleza de las crisis, con instrumentos, a veces, novedosos
- Cooperación de política monetaria-fiscal-financiera

Despliegue políticas durante Crisis Covid-19.

- Objetivo: Mitigar el shock (real, de oferta y demanda) que representaron los confinamientos, y reducir la incertidumbre .
- Descripción de medidas FRB, ECB, BCCh.
- Elementos comunes de respuesta de política: preservar ingreso de hogares (fiscal), y evitar que iliquidez lleve a quiebra a empresas solventes (política no convencional).
- Las facilidades de crédito provistas aseguraron la disponibilidad de financiamiento, posible gracias a que la banca no fue el origen del shock y se encontraba en buen estado.
- Importancia de que liquidez fluyera en forma de crédito al sector corporativo. Rol de garantías fiscales para adecuada gestión de riesgos.

Respuesta de TPM Bancos Centrales (porcentaje)



Fuentes: BIS y Bancos Centrales

PM y PF en Tiempos de Crisis

Recuadro 4.6: Recuento y racionalidad de PM/PF durante la Crisis Covid-19: el caso de Chile.

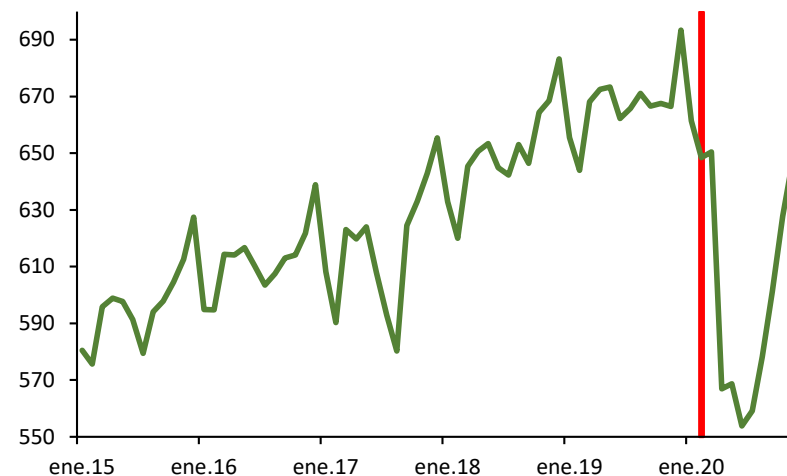
- Se llevó la TPM al mínimo técnico, y se comenzó a publicar corredor de TPM. Extensión de medidas en mercado divisas con venta spot/fwd, y fortalecimiento posición financiera internacional (línea crédito FMI, Temporary FIMA Repo FED).
- Se buscó mantener liquidez y normal funcionamiento de mercados financieros, moderar consecuencias crisis, apoyar el flujo de crédito y transmisión del impulso monetario.
 - Compra bonos bancarios
 - LCL, FCIC1 + Fogape Covid, FCIC2, FCIC3 + Fogape reactiva
 - Programa especial compra activos, CCVP
- Descripción de FCICs: cronología, condiciones, y características principales, complementariedad con garantías estatales.

PM y PF en Tiempos de Crisis

Recuadro 4.7: Evidencia micro para Chile: efectos Crisis Covid-19 y respuestas de política.

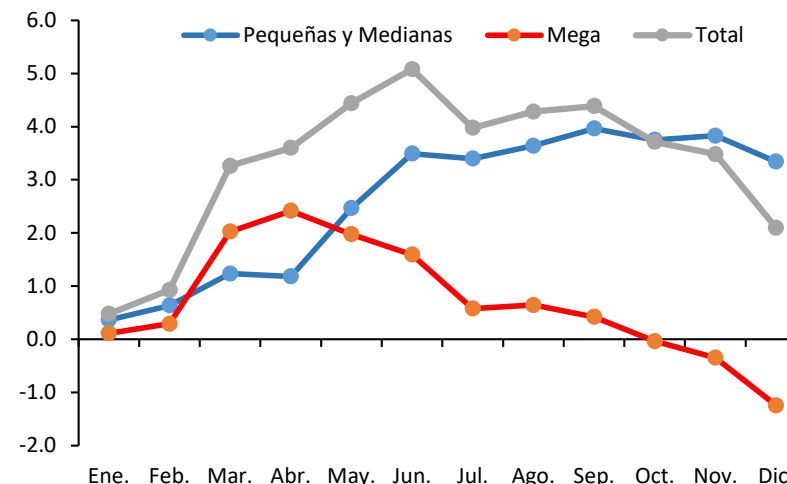
- Magnitud del shock fue muy importante: contracción del PIB en 2T2020 fue 14% yoy.
- En el mismo trimestre aprox. 15% de las firmas *dejaron* de reportar ventas, aunque volvieron a hacerlo hacia finales de 2020.
- Combinación FCIC, programa FOGAPE, y ajustes regulatorios hicieron que crédito comercial rompiera su usual comportamiento pro-cíclico.
- Dado el diseño de las políticas, el crédito fluyó en mayor medida a empresas pequeñas y medianas; y a sectores comercio y servicios
- Mayor endeudamiento de las firmas es una vulnerabilidad a monitorear

(a) Número de Empresas en Chile 2015-2020 (2)
(miles de empresas)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de factura electrónica y formulario F29 del SII.

(b) Crédito Otorgado según Tamaño de Empresa 2020
(por tamaño de empresa, como proporción del PIB)



Fuente: Huneus et al (2021).

Desafíos Futuros

- Se plantean distintos desafíos de mediano plazo, relacionados a Crisis Covid-19.
 - **Firmas**: carga financiera asociada al endeudamiento durante la pandemia y potencial impacto sobre inversión.
 - **Hogares**: gradual recuperación del mercado laboral, potenciales consecuencias en términos de capital humano
 - **Fiscal**: necesidad de estabilizar la posición de pasivos para garantizar solvencia y capacidad de enfrentar nuevas emergencias.
 - **Financiero y monetario**: desarrollos relacionados a fondos previsionales e impacto sobre sistema financiero, calibración de la normalización de la política monetaria en conjunto a retiro de las medidas no convencionales.
- **Innovación de servicios financieros.**
 - Nuevos actores en provisión de servicios financieros antes provistos por bancos o instituciones financieras
 - Frente a ganancias en competencia y eficiencia, los reguladores deben balancear diferentes objetivos de política, principalmente la estabilidad e integridad del sistema financiero.



Capítulo 4

Interacción de las Políticas Monetaria y Financiera

Bernabé López-Martin y Mauricio Calani
Enero, 2022